CARMEN M. REINHART
KENNETH S. ROGOFF

ESTA VEZ ES DISTINTO: OCHO SIGLOS DE NECEDAD FINANCIERA



ECONOMÍA

SECCIÓN DE OBRAS DE ECONOMÍA

ESTA VEZ ES DISTINTO

Esta vez es distinto
Ocho siglos de necedad financiera

Carmen M. Reinhart / Kenneth S. Rogoff

Traducción de *Óscar Figueroa*
Revisión técnica de *Alejandro Villagómez*



Primera edición en inglés, 2009
Primera edición en español, 2011
Primera edición electrónica, 2012

Título original: *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*

Vía de los Poblados, 17, 4°-15, 28033 Madrid
editor@fondodeculturaeconomica.es

Carretera Picacho-Ajusco, 227; 14738 México, D. F.
Empresa certificada ISO 9001:2008


www.fondodeculturaeconomica.com

Comentarios:
editorial@fondodeculturaeconomica.com
Tel. (55) 5227-4672
Fax (55) 5227-4649

ISBN 978-607-16-1229-8

Hecho en México - *Made in Mexico*

Para William Reinhart, Juliana Rogoff y Gabriel Rogoff

SUMARIO

PRÓLOGO

Este libro ofrece una historia cuantitativa de las crisis financieras en sus diversos aspectos. En esencia, nuestro mensaje es simple: hemos estado aquí antes. Sin importar cuán distinto pueda parecer el último furor financiero o crisis, históricamente las similitudes con las experiencias pasadas de otros países suelen ser muy grandes. Reconocer esas analogías y antecedentes constituye un paso decisivo para el perfeccionamiento del sistema financiero global, ya sea reduciendo el riesgo de crisis futuras o, también, al mejorar el tratamiento que se da a las catástrofes una vez que éstas se presentan.

Si hay un factor común para el amplio abanico de crisis estudiadas en el libro es el hecho de que una excesiva acumulación de deuda (trátese de gobiernos, bancos, empresas o consumidores) por lo general conlleva riesgos estructurales más grandes de lo que podría pensarse en medio de un *boom* financiero. Las inyecciones de capital pueden hacer creer que un gobierno está logrando un gran crecimiento económico, cuando no es así. Si el sector privado se da un festín de empréstitos, los precios de la vivienda y las acciones pueden dispararse muy por encima de cualquier nivel sostenible a largo plazo y hacer que los bancos parezcan más estables y redituables de lo que son en realidad. Este tipo de acumulación de deuda a gran escala supone riesgos, pues hace a las economías vulnerables a crisis de confianza, en particular cuando la deuda es a corto plazo y necesita refinanciarse constantemente. Cuando un *boom* financiero está basado en endeudamiento casi siempre el resultado será una falsa imagen positiva de las políticas públicas, de la capacidad de una institución financiera para generar enormes ganancias o del estándar de vida de un país. La mayoría de estos *booms* terminan mal. Desde luego, los instrumentos de deuda ocupan un lugar fundamental en cualquier economía, antigua o moderna, pero alcanzar un equilibrio entre el riesgo y las oportunidades de deuda será siempre un gran reto, algo que jamás deberían olvidar los responsables de la política económica, los inversionistas y el ciudadano común.

Estudiamos en este libro varios tipos de crisis financieras. Entre éstas se encuentra el impago soberano, esto es, cuando un gobierno incumple en el pago de su deuda externa, interna, o ambas. Están asimismo las crisis bancarias, por ejemplo las que el mundo vivió a raudales hacia el final de la primera década de este siglo. Cuando una nación experimenta la típica crisis bancaria grave descubre que buena parte de ese sector ha dejado de ser solvente como resultado de cuantiosas pérdidas en la inversión, pánicos bancarios o ambas cosas. Otro tipo importante de crisis es el que tiene que ver con los tipos de cambio, por ejemplo las crisis que asolaron a Asia, Europa y Latinoamérica en la década de 1990. En la clásica crisis cambiaria se desploma el valor de la moneda de un país, a menudo a pesar de las "garantías" del gobierno en el sentido de que bajo ninguna circunstancia permitirá que tal cosa suceda. El libro estudia asimismo las crisis

caracterizadas por episodios de grandes alzas inflacionarias. Sobra decir que una inesperada alza en la inflación trae *de facto* un impago inmediato, pues las inflaciones permiten que los deudores (incluyendo el gobierno) salden su deuda en una moneda cuyo poder adquisitivo es mucho menor del que tenía cuando se otorgaron los créditos. A lo largo del libro exploramos los diferentes tipos de crisis por separado. Sin embargo, a menudo las crisis se presentan de manera conjunta. En el penúltimo capítulo revisaremos algunos casos —por ejemplo, la Gran Depresión de los años treinta y la reciente crisis financiera mundial— en los que las crisis se dan en racimos y a escala global.

Desde luego, las crisis financieras no son algo nuevo. Han existido desde el surgimiento de los mercados monetarios y financieros. Muchas de las primeras crisis se debieron a degradaciones en el contenido metálico de las monedas, esto es, por una reducción en la cantidad de oro o plata en la moneda imperial, reducción ordenada por el rey de un país con el fin de financiar déficits presupuestarios, a menudo a causa de la guerra.

Desde hace tiempo, los avances tecnológicos han eliminado la necesidad de recortar las monedas con el fin de cubrir un déficit presupuestario. Sin embargo, las crisis financieras no han dejado de multiplicarse con el paso del tiempo y hoy en día siguen siendo uno de los mayores dolores de cabeza para los gobiernos.

A lo largo del libro nos hemos concentrado sobre todo en dos tipos de crisis, ambas de gran relevancia en la actualidad: las crisis de deuda soberana y las crisis bancarias. Las dos poseen una historia que se extiende por siglos y atraviesa continentes. Alguna vez las crisis de deuda soberana fueron un problema recurrente en las actuales economías avanzadas, las mismas que al parecer han logrado "graduarse" de episodios periódicos de insolvencia. En los mercados emergentes, sin embargo, el impago repetido (o serial) sigue siendo una enfermedad crónica y grave. Por su parte, las crisis bancarias siguen siendo un problema constante en todo el mundo, una amenaza universal que afecta por igual a países ricos y pobres. Nuestro estudio de las crisis bancarias conduce al lector a través de un viaje que va desde los pánicos y errores bancarios en Europa durante las guerras napoleónicas hasta las recientes crisis financieras mundiales que en 2007 desató la crisis estadunidense de las hipotecas de alto riesgo o *subprime*.

Nos hemos propuesto ser prolijos, sistemáticos y cuantitativos: nuestro análisis empírico cubre 66 países a lo largo de casi ocho siglos. Muchos libros importantes se han escrito sobre la historia de las crisis financieras globales;[1] tal vez el más famoso sea el de Kindleberger: *Manias, Panics and Crashes* (1990).[2] Por mucho, sin embargo, estas obras pioneras adoptan un tratamiento esencialmente narrativo, reforzado aquí y allá con algunos datos.

En cambio, nuestro análisis gira alrededor de información extraída de una inmensa base de datos que abarca el planeta entero y se remonta a un periodo tan antiguo como el siglo XII en China y la Europa medieval. Más que en un discurso sobre personajes, políticas y negociaciones, la "esencia vital" del libro descansa en los cuadros y las gráficas, casi todos muy simples, que recogen esos datos. Confiamos en que esta historia

cuantitativa y visual de las crisis financieras no será menos atractiva que el tradicional acercamiento narrativo, y esperamos que pueda abrir nuevos horizontes de análisis e investigación.

Nuestro enfoque consiste sobre todo en estudiar amplios periodos históricos con el fin de detectar acontecimientos "inusuales" y que suelen pasarse por alto, a pesar de ser más comunes y similares entre sí de lo que la gente generalmente piensa. En efecto, los responsables de la política económica, los analistas y aun los economistas dentro de la academia tienen la desafortunada tendencia a estudiar los sucesos actuales a través de la estrecha ventana de la información estándar, la cual depende por lo general de un rango limitado de experiencia en términos geográficos e históricos. Buena parte de la literatura académica y estratégica sobre deuda e impago organiza sus conclusiones alrededor de información compilada a partir de 1980, hasta cierto punto porque tal información es la más accesible. Este acercamiento no estaría del todo mal si no fuera porque las crisis financieras poseen ciclos bastante más largos, de tal modo que un conjunto de datos con una cobertura de 25 años simplemente no puede ofrecer una perspectiva adecuada sobre los riesgos inherentes a inversiones y políticas alternativas.

Lo que podría parecer inusual en ese intervalo de 25 años, quizá no lo sea tanto si se le coloca en un contexto histórico más amplio. Después de todo, el investigador que sólo dispone de 25 años de información tendrá apenas una oportunidad de cuatro posibles para analizar algo que viene sucediendo desde hace cien años. Para siquiera comenzar a pensar en hechos de esa índole resulta imprescindible compilar información que abarque varios siglos. Tal es, pues, nuestro objetivo aquí.

Por lo demás, la información estándar presenta serias limitaciones en varios otros aspectos importantes, en especial en cuanto a su cobertura de los tipos de deuda pública. De hecho, como veremos, es sumamente difícil obtener información histórica sobre la deuda pública interna de la mayoría de los países, apenas un poco más transparentes que la banca moderna con sus transacciones al margen de los estados de cuenta y demás artimañas contables.

Nuestro análisis descansa en una nueva y muy completa base de datos para el estudio de la deuda internacional y las crisis bancarias, la inflación, las degradaciones y los derrumbes monetarios. La información procede de África, Asia, Europa, Latinoamérica, Norteamérica y Oceanía (66 naciones en total, como ya se dijo, además de información específica sobre varios otros países). El espectro de variables comprende, entre muchos otros aspectos, deuda externa e interna, comercio, ingreso nacional, inflación, tipos de cambio, tasas de interés y precios de los productos básicos. La información cubre un periodo de más de 800 años, remontándose a la fecha de independencia de la mayoría de los países y en varios casos incluso más allá hasta el periodo colonial. Desde luego, reconocemos que nuestro tratamiento e ilustraciones apenas arañan la superficie de lo que un cúmulo de información como éste contiene en potencia.

Afortunadamente no es necesario reproducir los detalles de la información para entender el mensaje fundamental del libro: hemos estado antes en el mismo sitio. Con el

paso del tiempo han sido muchos los instrumentos de pérdida y ganancia financieras, como muchas han sido también las instituciones que crecieron con señorío sólo para derrumbarse de manera estrepitosa. En cambio, históricamente, las crisis financieras siguen un ritmo de expansión y contracción. Países, instituciones e instrumentos financieros pueden cambiar a través del tiempo, no así la naturaleza humana. Como mostramos en los capítulos finales del libro, la reciente crisis financiera, surgida en los Estados Unidos desde donde se propagó al resto del mundo, o lo que aquí llamamos la segunda Gran Contracción, no es sino la última manifestación de ese patrón.

En los cuatro capítulos que preceden a las conclusiones abordamos la última crisis y revisamos lo que hemos aprendido; el lector notará que el material de los capítulos XIII a XVI es relativamente conciso y autosuficiente. (De hecho, el lector interesado sobre todo en las lecciones de la historia para la reciente crisis puede pasar directamente a dicho material y hacer una primera lectura.) Ahí mostramos cómo en la antesala de la crisis hipotecaria los indicadores estándar para los Estados Unidos—inflación en el precio de los activos, elevado apalancamiento, grandes déficits en cuenta corriente y una trayectoria descendente del crecimiento económico—exhibían todos los signos de un país a punto de una crisis financiera, de hecho, una crisis grave. Es, pues, aleccionador observar cómo se llega a una crisis. Mostraremos asimismo lo peligroso que puede ser salir de ella. Toda crisis bancaria sistémica trae, como secuela, una aguda y prolongada contracción de la actividad económica, así como una enorme presión sobre los recursos públicos.

La primera parte ofrece definiciones precisas de los conceptos asociados con los diversos tipos de crisis y presenta la información que subyace al libro completo. Para construir nuestra base de datos nos hemos apoyado ampliamente en el trabajo de otros especialistas. Sin embargo, nuestra base estadística incluye asimismo una gran cantidad de material nuevo tomado de diversas fuentes primarias y secundarias. Además de proporcionar de manera sistemática las fechas de las crisis de deuda externa y cambiaria, los apéndices presentan las fechas asociadas con inflación interna y crisis bancarias. Una de las mayores innovaciones que redondea nuestro estudio de las crisis financieras es la datación de los impagos soberanos de deuda interna (sobre todo en divisas locales).

El fruto de este escrutinio resulta tangible en las subsecuentes partes del libro, donde aplicamos tales conceptos a nuestra extensa base de datos global. Así, la segunda parte dirige nuestra atención a la deuda pública, dando cuenta de cientos de episodios en los que naciones soberanas incumplieron en el pago de deuda contraída con acreedores externos. Estas “crisis de deuda” van desde los préstamos que a mediados del siglo XIV hicieran banqueros florentinos a Eduardo III de Inglaterra, o los realizados por banqueros mercantiles alemanes a la monarquía española de los Habsburgo, hasta los gigantescos créditos que en los años setenta otorgaron principalmente banqueros neoyorquinos a los países de Latinoamérica.

Si bien es cierto que en la época moderna, a diferencia de las crisis bancarias, las crisis producto de un impago soberano de deuda externa han tenido lugar sobre todo en

los mercados emergentes, no por ello dejamos de subrayar que las mismas han constituido una especie de rito universal de pasaje para cada uno de los países que ha logrado pasar de una economía de mercado emergente a una avanzada. Este proceso de desarrollo económico, financiero, social y político puede llevar siglos.

En efecto, como mostraremos en el capítulo VI, en sus primeros años como Estado-nación, Francia faltó a sus obligaciones de deuda externa ¡por lo menos en ocho ocasiones! Antes de 1800, España lo hizo únicamente en seis ocasiones, aunque a lo largo del siglo XIX sumó otras siete para superar a Francia con un total de 13 episodios de impago. Así pues, cuando las actuales potencias europeas transitaban por la fase de desarrollo de mercado emergente tuvieron un sinfín de problemas con el pago de su deuda externa, tal como le sucede a muchos mercados emergentes hoy en día.

A partir de 1800 y hasta varios años después de la segunda Guerra Mundial, Grecia incumplió en sus pagos prácticamente de manera continua, y el historial de Austria es en varios sentidos todavía más asombroso. Si bien los mercados de capital internacional tuvieron un pobre desarrollo antes de 1800, hemos incluido los múltiples impagos de Francia, Portugal, Prusia, España y las primeras ciudades-Estado italianas. En los límites de Europa, Egipto, Rusia y Turquía poseen asimismo una historia de morosidad crónica.

Uno de los temas más intrigantes en nuestro libro es por qué un número relativamente tan pequeño de países, entre ellos Australia, Nueva Zelanda, Canadá, Dinamarca, Tailandia y los Estados Unidos, ha sabido arreglárselas para no cometer un impago de deuda pública con acreedores extranjeros, mientras que un número mucho más grande se ha caracterizado por incumplir repetidamente en el pago de su deuda externa.

Las crisis financieras de Asia y África han sido mucho menos estudiadas que las de Europa y Latinoamérica. De hecho, la escasez de información sobre otras regiones ha influido de manera significativa en la extendida creencia de que el impago soberano en el periodo moderno es un fenómeno confinado a Latinoamérica y a algunos países pobres de Europa. Como veremos, durante el periodo precomunista China incumplió en el pago de su deuda externa en varias ocasiones, mientras que en la época contemporánea la India e Indonesia lo hicieron en los años sesenta, mucho tiempo antes del primer ciclo de impagos en la Latinoamérica de la posguerra. Por su parte, el continente africano del periodo poscolonial posee un récord de impagos que parece estar diseñado para superar a cualquier mercado emergente previo. En suma, pues, un análisis sistemático cuantitativo de los casos de incumplimiento de Asia y África durante el periodo poscolonial echa por tierra la idea de que la mayoría de los países han escapado de los peligros del impago soberano.

El carácter casi universal del impago aparece de manera muy tangible en la segunda parte, donde empezamos a usar nuestra base de datos con el fin de colorear la historia de las crisis financieras con los brochazos definitivos de los cuadros y las gráficas. Un aspecto del análisis que sin duda salta a la vista es que el más reciente periodo de tranquilidad (2003-2008), cuando en términos generales los gobiernos cumplieron con

sus obligaciones de deuda, está lejos de ser la norma.

En particular, los actuales especialistas y responsables de la política económica (y aun los portavoces de información oficial como el Fondo Monetario Internacional) han ignorado ampliamente la historia de la deuda pública nacional (es decir, la deuda que los gobiernos emiten internamente) en los mercados emergentes, al parecer en la creencia de que su irrupción, a principios del siglo XXI, es un fenómeno nuevo y desconcertante. Sin embargo, como mostraremos en la tercera parte del libro, la deuda pública interna en los mercados emergentes ha tenido una enorme importancia en distintos periodos y, más aún, posee el potencial para ayudar a resolver muchos de los acertijos inherentes a los episodios de alza inflacionaria e impago. Consideramos que las dificultades para obtener información sobre deuda pública constituyen una faceta más del pobre nivel general de transparencia con el que la mayoría de las naciones mantienen sus estados financieros. Piénsese en las garantías implícitas otorgadas a los grandes prestamistas hipotecarios y que en última instancia supusieron un aumento multimillonario en el tamaño real de la deuda nacional de los Estados Unidos durante 2008, o en los millardos de dólares en transacciones extracontables realizadas por la Reserva Federal, o en las garantías implícitas que supone no incluir activos no rentables en los estados de cuenta de los bancos, por no mencionar las pensiones no financiadas y las obligaciones médicas. La falta de transparencia es un problema endémico de la deuda pública, pero la dificultad para obtener información histórica elemental sobre la deuda del gobierno central raya en lo cómico.

La tercera parte del libro ofrece además un primer intento encaminado a clasificar los episodios de impago y reprogramación de deuda pública interna a lo largo de más de un siglo. (Puesto que los especialistas han pasado por alto buena parte de la historia de la deuda interna, no es una sorpresa que la historia del incumplimiento en el pago de la misma se encuentre en una situación similar.) Este fenómeno parece ser un tanto más extraño que la morosidad externa, pero demasiado común como para justificar la opinión extrema de que los gobiernos siempre saldan el monto nominal de la deuda interna, opinión ampliamente extendida en la literatura económica. Cuando en efecto se produce un incumplimiento en el pago de deuda interna, al parecer ello sucede en situaciones de mayor coerción que las que conducen a un impago de deuda externa únicamente—en términos tanto de una implosión en la producción como de una marcada alza inflacionaria —.

La cuarta parte del libro amplía la discusión y para ello aborda crisis relacionadas con el sistema bancario, la moneda y la inflación. Hasta muy recientemente, el estudio de las crisis bancarias ha tendido a concentrarse en las primeras experiencias históricas de los países desarrollados, sobre todo en los pánicos bancarios anteriores a la segunda Guerra Mundial, o bien en las experiencias de los mercados emergentes en la época moderna. Quizás esta dicotomía ha cobrado forma a partir de la creencia en que las crisis financieras desestabilizadoras, sistémicas y regionales son una reliquia del pasado en el caso de las economías avanzadas. Desde luego, la última crisis financiera internacional

nacida en los Estados Unidos y Europa ha hecho añicos esta concepción equivocada, si bien a un costo social muy alto.

El hecho es que las crisis bancarias han asolado desde hace mucho tiempo a países ricos y pobres por igual. Llegamos a esta conclusión luego de examinar un sinfín de crisis bancarias, desde el pánico financiero danés durante las guerras napoleónicas hasta la primera crisis financiera global del siglo XXI. La incidencia de las crisis bancarias resulta ser asombrosamente similar tanto en los países con ingresos altos como en aquellos con ingresos medianos a bajos. Casi de manera invariable, las crisis bancarias conducen a un abrupto descenso del ingreso fiscal, así como a aumentos significativos en el gasto público (a veces rayando en el despilfarro). En promedio, la deuda pública se incrementa 86% en los tres años que siguen a una crisis bancaria. Estas repercusiones fiscales indirectas son pues mucho más grandes que los costos habituales de los rescates bancarios.

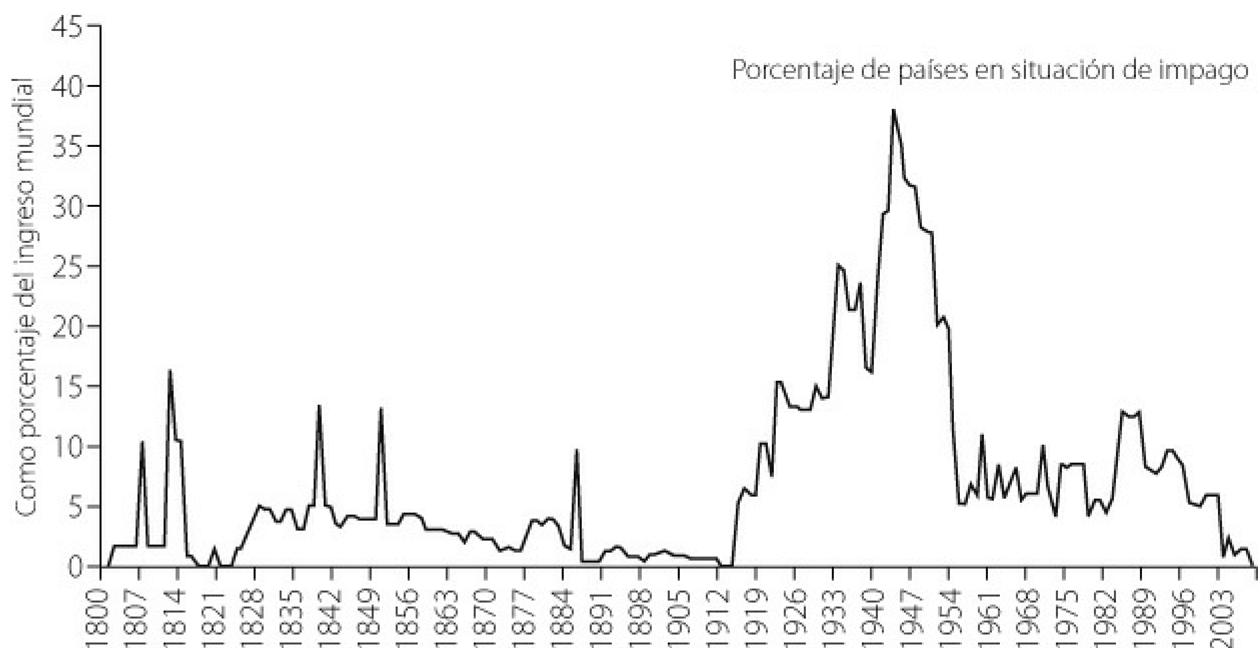
Los episodios de inflación peligrosamente alta son un fenómeno también recurrente. A lo largo de la historia ningún país con un mercado emergente ha logrado escapar de estas rachas de alza inflacionaria. De hecho, existe un fuerte paralelo entre nuestra afirmación de que pocos países han evitado un incumplimiento serial en el pago de su deuda externa y la afirmación de que pocos países han evitado periodos sucesivos de alza inflacionaria. Incluso los Estados Unidos han tenido una historia accidentada. Por ejemplo, en 1779 la tasa de inflación se acercó a 200%. Como se mencionó, antaño la principal estrategia en todo el mundo para faltar a las obligaciones gubernamentales fue la degradación del contenido metálico de la moneda. Las presiones sobre la moneda hoy en día no son más que una estrategia tecnológicamente más avanzada y efectiva para lograr el mismo fin. El resultado es una fuerte tendencia inflacionaria a lo largo de la historia. A partir del siglo XX la inflación escaló a niveles antes insospechados. Desde entonces, las crisis inflacionarias han alcanzado máximos cada vez más altos. No es una sorpresa, entonces, que los últimos tiempos hayan sido también testigos de una mayor incidencia de derrumbes en los tipos cambiarios y de grandes fluctuaciones en el valor promedio de las divisas. Quizá más asombrosos—y visibles sólo desde una perspectiva histórica más amplia—son los primeros episodios de pronunciada inestabilidad en los tipos de cambio, notablemente durante las guerras napoleónicas.

Tal como las crisis financieras poseen antecedentes macroeconómicos comunes en rubros como el precio de los activos, la actividad económica, los indicadores externos y otros, del mismo modo encontramos patrones comunes en la secuencia (orden temporal) que describen todas las crisis, el último tema de la cuarta parte del libro.

Los capítulos finales ofrecen algunas reflexiones en torno a las crisis, el diseño de políticas y el curso de la investigación académica. De lo que no cabe la menor duda es que una y otra vez países, bancos, individuos y empresas se endeudan de manera excesiva durante las épocas de bonanza, insensibles a los riesgos que surgirán una vez que golpee la inevitable recesión. Muchos actores del sistema global financiero suelen cavar un hoyo de deuda mucho más profundo que aquel del que pueden escapar. El

mejor ejemplo son los Estados Unidos y su sistema financiero durante la década pasada. La deuda pública y la deuda garantizada por los gobiernos (que, en virtud de la garantía de depósitos bancarios, a menudo comprende implícitamente la deuda bancaria) son sin duda las que causan mayores problemas, pues pueden acumularse masivamente y por largos periodos sin que los mercados puedan controlarlas, en especial cuando la ley se los prohíbe. Aun cuando la deuda privada ciertamente desempeña una función clave en muchas crisis, casi siempre el problema que unifica el amplio abanico de crisis financieras analizadas en este libro recae en la deuda pública. Como antes señalamos, el hecho de que la información básica sobre deuda interna sea tan opaca y difícil de obtener es una prueba de que los gobiernos no escatimarán recursos para ocultar su situación financiera cuando las cosas estén yendo mal, tal como lo han hecho las instituciones financieras durante la crisis contemporánea. Consideramos que la importante tarea de ofrecer una mayor transparencia que la que hoy existe en las cuentas de la deuda pública pertenece a los organismos encargadas de diseñar políticas internacionales, tales como el Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICA 1. *Deuda soberana externa en 1800-2008: porcentaje de países en situación de impago externo o reestructuración ponderado en función del PIB*



Tras sumergirnos en los detalles y los datos de las crisis acontecidas a lo largo de los pasados ocho siglos, hemos llegado a la conclusión de que el llamado a invertir, tan común y al mismo tiempo tan costoso, en medio del *boom* que precede a una crisis financiera se deriva de la percepción de que "esta vez es distinto". Este llamado, la idea de que las viejas reglas de valuación financiera han caído en desuso, casi siempre es seguido al pie de la letra. Los analistas financieros y, sobre todo, los dirigentes del gobierno explican que las cosas se están haciendo mejor que antes, que somos más inteligentes y que hemos aprendido de los errores del pasado. Una y otra vez, la sociedad

se convence de que la actual bonanza, a diferencia de las que precedieron a los catastróficos colapsos del pasado, está construida sobre bases firmes, reformas estructurales, innovación tecnológica y buenas políticas.

En virtud de la enorme cantidad de información en la que se basa el libro, resulta simplemente imposible ofrecer un recuento detallado para todos y cada uno de los cientos de casos incluidos. Sin embargo, de manera muy convincente los cuadros y las gráficas hablan por sí solos de la naturaleza recurrente del problema. Véase por ejemplo la gráfica 1, donde se muestra el porcentaje (ponderado en función del PIB) de países en todo el mundo que alguna vez han incumplido en el pago de su deuda externa.

El breve periodo que corresponde a la última década, representada a la extrema derecha del cuadro, parece bastante benigno. Sin embargo, ¿fue apropiado que hacia el año 2005 tantos dirigentes salieran a decir que el problema del impago soberano de deuda externa se había transformado en una profunda remisión? Por desgracia, incluso antes de pasar la última página de este libro, la respuesta será bastante clara. Esperamos, pues, que la contundencia de las pruebas que presentamos aquí traiga un poco de mesura a los inversionistas y dirigentes del mañana antes de que éstos salgan de nuevo a proclamar que "esta vez es distinto". En realidad, casi nunca lo es.

[1] Destacan los de Winkler (1928) y Marichal (1989).

[2] Del mismo modo, hace no mucho apareció el excelente y fascinante recuento de Ferguson (2008) sobre los fundamentos del sistema monetario y financiero. Véase asimismo MacDonald (2006).

RECONOCIMIENTOS

Un libro con un tiempo tan largo de gestación genera muchas deudas de gratitud. Entre aquellos que nos brindaron su ayuda se encuentra Vincent Reinhart, quien revisó el contenido económico y estadístico, y editó y reeditó todos los capítulos. Fue él además quien aportó la anécdota que condujo al título del libro. Vincent trabajó para la Reserva Federal por casi un cuarto de siglo. Hace tiempo, por la época de la quiebra del fondo de cobertura Long-Term Capital Management en 1998, suceso entonces visto como una crisis mayúscula pero que hoy, tras los últimos acontecimientos, parece no serlo tanto, Vincent asistió a una reunión del comité ejecutivo con expertos en el mercado. Ahí, un hombre de negocios de inusitada memoria afirmó: "Más dinero se ha perdido a causa de cuatro palabras que a causa de una pistola desenfundada. Esas palabras son: 'Esta vez es distinto'".

Estamos especialmente agradecidos con Jane Trahan por su exhaustiva y profesional edición del manuscrito; asimismo, con nuestro editor de Princeton University Press, Seth Ditchik, por sus sugerencias y apoyo editorial a lo largo del proceso. Ethan Ilzetzki, Fernando Im, Vania Stavrakeva, Katherine Waldock, Chenzi Xu y Jan Zilinsky nos asistieron de manera brillante con la investigación. Finalmente, estamos agradecidos con Peter Strupp y sus colegas de Princeton Editorial Associates por negociar con tanto acierto los detalles técnicos en la producción de este volumen.

Preámbulo

INTUICIONES PRELIMINARES SOBRE LA FRAGILIDAD FINANCIERA Y LA VOLÁTIL NATURALEZA DE LA CONFIANZA

Este libro resume la larga historia de las crisis financieras en sus distintos aspectos y en un sinfín de países. Antes de sumergirnos en las profundas aguas de la experiencia, esta sección intentará esbozar un marco económico que le ayude al lector a entender por qué las crisis financieras tienden a ser impredecibles y nocivas. A medida que el libro avance y cuando sea absolutamente crucial para nuestra historia, tendremos oportunidad de guiar al lector interesado a través de la literatura académica sobre el tema. Puede tenerse la certeza de que se tratará de muy breves rodeos, y quienes no tienen interés por la teoría económica como instrumento de análisis bien pueden omitirlos.

Como veremos, la teoría económica está en lo correcto cuando señala que los mercados financieros, en especial los mercados que dependen del apalancamiento (es decir, que poseen una pobre capitalización en comparación con la cantidad de activos en juego), pueden ser muy frágiles y estar sujetos a crisis de confianza.[1] Por desgracia, la teoría ofrece pocas pistas en cuanto al momento o la duración exacta de esas crisis. De ahí la importancia de acudir a la experiencia directa.

Quizá más que cualquier otra cosa, el elemento clave que da pie al síndrome de “esta vez es distinto” es la incapacidad para reconocer lo precario y volátil que es la confianza, en especial cuando grandes cantidades de deuda a corto plazo deben refinanciarse una y otra vez. Para los gobiernos, bancos o empresas con un alto endeudamiento, en apariencia todo puede marchar como miel sobre hojuelas por un largo tiempo, hasta que ¡pum!, la confianza se derrumba, los prestamistas desaparecen y la crisis golpea.

El ejemplo más simple y próximo son los pánicos bancarios (estudiados en más detalle en el capítulo sobre crisis bancarias). Hablamos de bancos por dos razones. Primero, porque es el tema alrededor del cual se ha desarrollado la literatura académica. Segundo, porque buena parte de nuestra información histórica vale por igual para el endeudamiento de bancos y de gobiernos. (La presencia de otros grandes participantes líquidos en los mercados crediticios es hasta cierto punto nueva en el mundo de las finanzas.) Como sea, nuestros ejemplos retratan un fenómeno de fragilidad financiera más amplio. Muchos de los mismos principios generales son válidos para cualquiera de los actores del mercado, trátese de empresas patrocinadas por el gobierno, bancos de inversiones o fondos comunes de inversión en el mercado de dinero.

Tradicionalmente, los bancos solicitan créditos a corto plazo, es decir, préstamos en la forma de depósitos que pueden redimirse en un periodo relativamente breve. Sin

embargo, los créditos que otorgan tienen por lo general un vencimiento mucho más largo, de modo que puede ser difícil convertirlos a efectivo de manera inmediata. Por ejemplo, un banco que financia la expansión de una ferretería local puede tener la suficiente confianza de que recuperará su dinero en el largo plazo, a medida que el negocio prospere y sus ganancias crezcan. Sin embargo, cuando dicha expansión está en ciernes, el banco puede vérselas duras para recuperar su dinero. La tienda simplemente no tiene ganancias suficientes, sobre todo si además del principal debe cubrir los intereses devengados.

Un banco con una base saludable de depósitos y una amplia cartera de créditos no líquidos sin duda tendrá excelentes prospectos a largo plazo. Sin embargo, los problemas surgirán si, por alguna razón, todos los depositantes desean retirar sus fondos al mismo tiempo, por ejemplo, a raíz de un pánico basado en un falso rumor de que el banco ha perdido dinero apostando por hipotecas extravagantes. Sin alternativas para vender su cartera de créditos no líquidos, quizá el banco simplemente no tendría la capacidad de pagar a sus espantados inversionistas. Tal fue el destino de los bancos en los clásicos cinematográficos *It's a Wonderful Life* y *Mary Poppins*. Estos filmes están basados en la realidad: muchos bancos han tenido un destino similar, en especial cuando el gobierno no garantizó completamente los depósitos.

En los últimos tiempos, el ejemplo más famoso de un pánico bancario lo debemos al banco británico Northern Rock. Los asustados depositantes, descontentos con el régimen de seguro parcial de depósitos que ofrecía el gobierno británico, hicieron largas filas en septiembre de 2007. Al final, el creciente temor hizo que el gobierno asumiera el control del banco y respaldara mejor sus compromisos.

Sin embargo, no sólo los bancos pueden padecer una crisis de confianza. Lo mismo puede sucederle a otros prestamistas. Durante la crisis financiera iniciada en los Estados Unidos en 2007, los gigantes financieros del sistema bancario paralelo o "en las sombras", esto es, fuera de la banca regulada, tuvieron problemas similares. Aun cuando los préstamos que obtuvieron provenían sobre todo de bancos y otras instituciones financieras, su vulnerabilidad fue la misma. A medida que perdían confianza en las inversiones que habían hecho, los prestamistas se negaron cada vez más a refinanciar sus préstamos a corto plazo, viéndose obligados a poner activos en el mercado a precios de liquidación.

Las magras ventas hicieron que los precios cayeran aún más, provocando mayores pérdidas y una espiral descendente en la confianza. Al final, el gobierno de los Estados Unidos tuvo que intervenir para intentar apuntalar el mercado. Hoy el drama continúa, mientras el costo total de la resolución sigue aumentando.

La misma dinámica de expectativas volátiles capaces de desestabilizar a los bancos puede también afectar a un gobierno. Ello sucede sobre todo cuando este último obtiene préstamos de fuentes externas sobre las cuales tiene relativamente poca influencia. Directa o indirectamente, en su gran mayoría las inversiones públicas determinan el potencial de crecimiento a largo plazo de un país, así como su base tributaria, pero éstos

son activos altamente no líquidos. Supóngase, por ejemplo, que un país tiene una deuda pública que parece manejable a la luz de sus actuales recaudaciones tributarias, las proyecciones de crecimiento y las tasas de interés del mercado. Si el mercado comienza a inquietarse pensando que un candidato de ala populista triunfará en las próximas elecciones y elevará el gasto al punto de poner en aprietos el manejo de la deuda, los inversionistas pueden de pronto negarse a refinanciar la deuda a corto plazo a tasas accesibles para el país. El resultado es una crisis crediticia.

Aunque no es común observar escenarios como éste todos los días, la frecuencia con la que se presentan crisis financieras de esta índole sigue siendo muy alta a lo largo del amplio periodo histórico y en el gran número de países cubiertos en el libro. ¿Por qué los grandes países o el mundo en su conjunto no han podido encontrar la manera de detener las crisis de confianza, por lo menos las prematuras? Es posible hacerlo, pero existe un pequeño detalle. Supóngase que un organismo público internacional brindara un amplio seguro de depósitos para proteger de cualquier riesgo a todos los prestatarios valiosos. Imagínese que existiera una versión ampliada del Fondo Monetario Internacional (FMI), actualmente el principal prestamista multilateral que busca ayudar a los mercados emergentes cuando éstos se precipitan en una crisis de liquidez. El problema es que si se proporcionara un seguro a todos en todas partes, de manera irrestricta, habría quienes intentarían sacar provecho. Si el FMI prestase demasiado y bajo muy pocas condiciones, él mismo se iría pronto a la quiebra y se perdería el control de las crisis financieras. Un seguro anticrisis de cobertura completa no es ni viable ni deseable. (Éste es justo el dilema que la comunidad financiera global enfrentará como consecuencia de la más reciente crisis, pues los recursos del FMI en materia de préstamos se han cuadriplicado como respuesta a la crisis y, en contraste, las condiciones para otorgar créditos se han relajado de manera considerable.)

¿Qué tiene que decir la teoría económica sobre la vulnerabilidad de los países a las crisis financieras? Para ser más específicos, concentrémonos por lo pronto en los gobiernos, la principal fuente de las crisis analizadas en este libro. La teoría económica nos dice que si un gobierno es lo suficientemente frugal, no será presa fácil de crisis de confianza. Un gobierno no tiene por qué preocuparse demasiado por una crisis de deuda si logra mantener un superávit fiscal (es decir, si sus ingresos tributarios son superiores a sus gastos), sus niveles de deuda son relativamente bajos, la mayoría de sus empréstitos son a largo plazo (digamos 10 años o más) y no tiene demasiadas garantías ocultas o extracontables.

Por el contrario, un país se vuelve vulnerable, incluso quizá a niveles de deuda aparentemente fáciles de manejar, si presenta grandes déficits año con año y sus créditos tienen vencimientos a corto plazo (un año o menos). Desde luego, un gobierno malintencionado podría intentar reducir su vulnerabilidad emitiendo grandes cantidades de deuda a largo plazo. Sin embargo, lo más seguro es que los mercados pronto se darían cuenta e impondrían tasas de interés sumamente altas sobre cualquier crédito a largo plazo. De hecho, una de las principales razones de que algunos gobiernos opten por

créditos a corto plazo y no largo es justo la posibilidad de beneficiarse con tasas de interés bajas mientras la confianza perdure.

La teoría económica explica que es precisamente la naturaleza volátil de la confianza, incluida su dependencia de la expectativa de la gente sobre eventos futuros, lo que hace tan difícil predecir el momento de una crisis de deuda. Elevados niveles de deuda conducen, en varios modelos económico-matemáticos, a "equilibrios múltiples", donde dichos niveles pueden llegar a sostenerse.[2] Los economistas no tienen una idea realmente clara sobre qué clase de eventos afectan la confianza ni sobre cómo evaluar en términos concretos cuán vulnerable puede ser la misma. Lo que percibimos una y otra vez a lo largo de la historia de las crisis financieras es que siempre que un accidente está esperando manifestarse, al final así ocurre. Cuando un país incurre en un endeudamiento excesivo termina metido en problemas. Cuando un *boom* en el precio de los activos, incentivado por la deuda, parece demasiado bueno para ser real es porque seguramente así es. Sin embargo, puede ser muy difícil determinar su duración exacta, y una crisis que parece inminente puede a veces tomar varios años para manifestarse. Tal fue sin duda el caso de los Estados Unidos a finales de la década pasada. Como mostramos en el capítulo XIII, todas las luces rojas se habían encendido en la antesala de la crisis. A pesar de ello, aun en medio del "accidente" varios líderes financieros en los Estados Unidos—y de hecho varios académicos—seguían sosteniendo que "esta vez era distinto".

Queremos señalar que nuestras reservas respecto al exagerado endeudamiento y apalancamiento públicos difieren de las amonestaciones vertidas en los libros tradicionales sobre elección pública, por ejemplo los de Buchanan y otros.[3] La literatura tradicional sobre finanzas públicas advierte sobre la falta de visión de los gobiernos en medio de un déficit fiscal, así como de su incapacidad crónica para sopesar los costos que a la larga tendrán que afrontar los ciudadanos por el servicio de la deuda. De hecho, un endeudamiento excesivo a menudo crea problemas a corto plazo, precisamente porque los inversionistas pueden comenzar a dudar de la voluntad del país para financiar la deuda a largo plazo. La fragilidad de la deuda puede ser un problema tan grande como su inherente carga tributaria en el largo plazo, a veces incluso más grande.

Las crisis estudiadas en el libro ponen de manifiesto algunos otros casos similares de fragilidad. Una de las lecciones de las décadas de 1980 y 1990 es que los países que mantienen regímenes fijos o "sumamente controlados" en su tipo de cambio son más vulnerables a crisis repentinas de confianza. Un ataque especulativo a un tipo de cambio fijo puede destrozar de la noche a la mañana esquemas añejos y aparentemente estables. Mientras una tasa fija tenga éxito sobrarán los comentarios muy al estilo de "esta vez es distinto". Mas luego, como le sucedió a Argentina en diciembre de 2001, la confianza puede desplomarse en un tronar de dedos. Sin embargo, hay en esto un vínculo fundamental con la deuda. Como es bien sabido, Krugman mostró que las crisis cambiarias suelen tener su origen en la falta de voluntad de los gobiernos para adoptar políticas fiscales y monetarias que sean acordes con el sostenimiento de un tipo de cambio fijo.[4] Si los especuladores se dan cuenta de que el gobierno tarde o temprano

agotará los recursos necesarios para respaldar la moneda, a sabiendas de la inminente caída, todos buscarán el momento justo para retirar su capital. Las deudas públicas no tienen por qué ser siempre explícitas; las garantías contingentes de un gobierno han conformado el núcleo de muchas crisis.

Desde luego, además de simplemente reducir sus préstamos y nivel de apalancamiento, los países tienen a su alcance una variedad de estrategias para ser menos vulnerables a crisis de confianza. La teoría económica considera que una mayor transparencia resulta útil. Como el lector descubrirá más adelante, los gobiernos tienden a ser todo menos transparentes cuando se trata de endeudamiento, y, como lo pone de manifiesto la última crisis financiera, por lo general las cosas no son muy distintas entre los prestatarios privados, a menos que la legislación les exija una mayor transparencia. Un país con sólidas instituciones legales y regulatorias sin duda puede obtener mayores créditos. De hecho, varios especialistas consideran que el desarrollo en la Gran Bretaña de instituciones superiores que diera credibilidad al pago de deuda fue esencial para el éxito militar y económico de esta nación en los siglos XVIII y XIX.[5] Sin embargo, incluso instituciones robustas y un complejo sistema financiero pueden meterse en líos si se les somete a la presión suficiente, tal como dolorosamente lo han aprendido los Estados Unidos en la reciente crisis.

Por último, está la cuestión de por qué las crisis financieras tienden a ser tan traumáticas, tema que abordamos sobre todo en la introducción al capítulo X, dedicado a las crisis bancarias. Dicho de manera sucinta, la mayoría de las economías, incluso aquellas relativamente pobres, dependen del sector financiero para canalizar el dinero de los ahorradores (por lo general consumidores) hacia proyectos de inversión. Si una crisis paraliza al sistema bancario, es muy difícil para cualquier economía mantener su actividad normal. Ben Bernanke es famoso por haber sugerido que el derrumbe de la banca fue justo una de las razones por las que la Gran Depresión de los años treinta se prolongó por tanto tiempo y golpeó con tanta fuerza. Así que las crisis financieras, en particular aquellas a gran escala y difíciles de resolver, pueden tener efectos muy profundos. De nuevo, al igual que en el caso de los equilibrios múltiples y la fragilidad financiera, la literatura teórica sobre el tema es abundante.[6] El fuerte lazo entre los mercados financieros y la actividad económica real, en particular cuando los primeros se vuelven inoperantes, es lo que ha convertido a muchas de las crisis estudiadas en el libro en eventos históricos de gran magnitud. Piénsese, en contraste, en el súbito desplome del sector tecnológico en 2001. Aunque las acciones se fueron por las nubes para luego derrumbarse, el efecto sobre la economía real no fue más allá de la más o menos moderada recesión de 2001. Las burbujas son mucho más peligrosas cuando se nutren de deuda. Como ejemplo puede citarse la explosión global en el precio de la vivienda a principios de este siglo.

Sin duda la segunda Gran Contracción—el nombre que damos a la crisis financiera que a finales de la década pasada se propagó prácticamente por todo el mundo—tendrá un profundo efecto sobre la economía, en particular sobre el estudio de las relaciones

entre mercados financieros y economía real.[7] Esperamos que algunos de los casos presentados en este libro sean útiles para enmarcar los problemas que las nuevas teorías necesitan explicar, no sólo para la crisis actual sino para el gran número de crisis ocurridas en el pasado, por no mencionar las muchas que están todavía por ocurrir.

[1] Para un interesante análisis técnico de cómo la buena y de mala fortuna de optimistas y pesimistas dirige los ciclos de apalancamiento, véanse Shleifer y Vishny (1992), y Fostel y Geanakoplos (2008).

[2] Entre los artículos clásicos sobre "equilibrios múltiples" y fragilidad financiera se encuentran los de Diamond y Dybvig (1983), y Allen y Gale (2007) en relación con las corridas bancarias, el de Calvo (1988) sobre deuda pública, y el de Obstfeld (1996) sobre tipos de cambio. Véase asimismo Obstfeld y Rogoff (1996), capítulos 6 y 9.

[3] Véase Buchanan y Wagner (1977).

[4] Krugman (1979).

[5] Véase, por ejemplo, North y Weingast (1988); asimismo, Ferguson (2008).

[6] Véanse, por ejemplo, Bernanke (1983), y Bernanke y Gertler (1990).

[7] Llamamos segunda Gran Contracción a la más reciente crisis global por analogía con la caracterización que Friedman y Schwartz (1963) hicieran de la Gran Depresión de los años treinta como la Gran Contracción. La palabra *contracción* resume muy bien el colapso absoluto de los mercados de crédito y del precio de los activos, históricamente el sello distintivo de estos traumáticos eventos, desde luego junto con la contracción del empleo y la producción.

PRIMERA PARTE

MANUAL OPERATIVO SOBRE CRISIS FINANCIERAS

La esencia del síndrome de "esta vez es distinto" es simple. Se basa en la firme creencia de que una crisis financiera es algo que le sucede a otras personas en otros países en otras épocas: las crisis no nos afectan a nosotros, aquí y ahora. Estamos haciendo bien las cosas, somos más inteligentes, hemos aprendido de los errores del pasado. Las viejas reglas de la valuación financiera han caído en desuso. Por desgracia, una economía que ha tenido un alto nivel de apalancamiento por años puede no percatarse de que se encuentra sentada a la orilla de un precipicio financiero antes de que el azar y las circunstancias provoquen una crisis de confianza que la lance al vacío.

I. TIPOS DE CRISIS Y SU DATACIÓN

PUESTO que este libro se fundamenta en un análisis cuantitativo e histórico de las crisis es importante definir primero en qué consiste exactamente una crisis financiera, así como los métodos—si es posible cuantitativos—para fechar su inicio y su final. Este y los siguientes dos capítulos delinean los conceptos básicos, definiciones, metodología, uso de la información y el tipo de análisis que subyace a nuestro estudio sobre la experiencia histórica internacional con casi cualquier clase de crisis económica, trátese de un impago soberano de deuda o de crisis bancarias, inflacionarias o cambiarias.

Quizá parezca un tanto tedioso ahondar en definiciones exactas sobre tal o cual crisis en un capítulo inicial en vez de simplemente incluirlas todas en un glosario. Sin embargo, para que el lector pueda interpretar de manera adecuada las distintas gráficas históricas y cuadros de los siguientes capítulos, resulta esencial tener una idea sobre lo que entendemos por *crisis*. Los límites que hemos trazado corresponden en términos generales a los fijados por la literatura económica empírica, en su gran mayoría dividida conforme a las categorías aquí estudiadas (por ejemplo, deuda soberana, tipo de cambio, etc.). Hemos tratado de destacar todos aquellos casos donde los resultados claramente admitían pequeños ajustes a nuestros criterios o donde nos pareció que existían obvias imprecisiones en la información. Por lo demás, este primer capítulo nos ha permitido extendernos un poco más en los tipos de crisis que abordamos en el libro.

El lector observará que los indicadores de crisis analizados en el capítulo hacen referencia a instrumentos para medir crisis en países individuales. Más adelante presentaremos algunas opciones para pensar en el carácter internacional de las crisis y su intensidad y propagación, cerrando en el capítulo XVI con una definición de crisis global. Además de dar cuenta de un único país a la vez, los criterios básicos que hemos usado como umbrales sólo dan cuenta de un tipo de crisis al mismo tiempo (por ejemplo, desplomes en el tipo de cambio, inflación, crisis bancarias, etc.). Como lo subrayamos, sobre todo en el capítulo XVI, diferentes tipos de crisis tienden a presentarse en grupos, y en principio esto sugiere la posibilidad de contar con definiciones sistémicas de crisis. Sin embargo, por varias razones preferimos concentrarnos en la delineación más sencilla y transparente de los episodios de crisis, en especial porque proceder de otro modo haría muy difícil el trabajo comparativo en términos geográficos y temporales. Las definiciones para los distintos tipos de crisis se basan en la literatura empírica disponible, la cual será citada según corresponda.

En primer lugar estudiamos las crisis que es sencillo definir en rigurosos términos cuantitativos. Después pasamos a aquellas para las que es necesario recurrir a un análisis más cualitativo y crítico. La sección final ofrece definiciones para el *impago serial* y el *síndrome de "esta vez es distinto"*, conceptos recurrentes a lo largo del libro.

CÓMO DEFINIR LAS CRISIS DE ACUERDO CON UMBRALES CUANTITATIVOS: INFLACIÓN, DERRUMBES MONETARIOS Y DEGRADACIONES

Crisis inflacionarias

Comenzamos definiendo las crisis inflacionarias, primero por su universalidad y profundo significado histórico, y segundo por la relativa sencillez y claridad con la que puede identificárseles. Puesto que nos interesa precisar el impacto del impago (a través de una inflación como recurso para reducir la deuda) y no sólo su frecuencia, además de determinar el inicio de los episodios de crisis inflacionaria o monetaria intentaremos hacer lo propio en cuanto a su duración. Quizá la mejor forma de describir los periodos sucesivos de alza inflacionaria sea compararlos con una inflación crónica, es decir, como un fenómeno de varios años de duración que a veces se disipa y en otras alcanza un pico intermedio antes de estallar. Varios estudios, entre ellos nuestro anterior libro sobre los tipos de ajuste en el tipo de cambio después de la segunda Guerra Mundial, usan como indicador de un episodio de alza inflacionaria el umbral de 40% o más de inflación anual. Desde luego, puede argüirse que los efectos de la inflación son perniciosos a niveles de inflación mucho más bajos, por ejemplo de 10%. Sin embargo, no ha sido posible establecer ni teórica ni empíricamente los costos de una inflación moderada pero sostenida. En nuestro anterior libro elegimos un tope de 40%, pues existe un amplio consenso de que se trata de un nivel pernicioso. Así, sólo en aquellos casos en los que nos pareció relevante analizamos las tendencias generales de la inflación y límites inferiores. Las hiperinflaciones—tasas inflacionarias de 40% *mensual*— son todo un fenómeno de la época moderna. Como veremos en el capítulo XII, dedicado a las crisis inflacionarias (en especial en el cuadro XII.3), la Hungría de 1946 posee el récord en la muestra (a pesar de la reciente experiencia de Zimbabwe).

Sin embargo, para el periodo anterior a la primera Guerra Mundial incluso 40% de inflación anual es un umbral demasiado alto, pues las tasas inflacionarias eran entonces mucho más bajas, en especial antes del surgimiento del papel moneda (o la moneda fíat, como suele llamársele puesto que carece de un valor intrínseco, mientras que el que posee se debe únicamente a que el gobierno ha declarado por fíat que las otras monedas han dejado de ser de curso legal en las transacciones internas). En promedio, la tasa inflacionaria antes de la primera Guerra Mundial se mantuvo muy por debajo de la de la época contemporánea: 0.5% anual para el periodo 1500-1799, y 0.71% para el de 1800-1913, en contraste con 5.0% para el periodo 1914-2006. Los periodos con tasas promedio de inflación mucho más bajas y muy pocas probabilidades de un alza inflacionaria podían llegar ser muy escandalosos y traumáticos para una economía, y, por lo tanto, bien podría hablarse de crisis en tales casos.[1] Así las cosas, con el fin de aprovechar las experiencias pasadas, hemos adoptado en el libro un umbral de 20% de inflación anual. En la mayoría de los casos en los que creemos que hubo una crisis inflacionaria, nuestras afirmaciones parecen justificarse bastante bien en relación con el umbral que hemos elegido. Por ejemplo, si definiéramos las crisis inflacionarias usando

un umbral más bajo, digamos de 15%, o uno más alto, digamos de 25%, seguiría siendo válido afirmar que hubo una crisis en tal o cual momento. Por supuesto, ya que estamos aprovechando al máximo nuestra base de datos disponible en línea, el lector tiene la libertad de establecer su propio umbral de inflación, y lo mismo puede decirse sobre los otros puntos de referencia usados para determinar cuantitativamente una crisis.

Derrumbes monetarios

Al fechar los derrumbes monetarios hemos seguido una variante del tratamiento introducido por Jeffrey Frankel y Andrew Rose, quienes tan sólo basados en las grandes depreciaciones del tipo de cambio fijaron un umbral básico de 25% anual (sujeto a ciertas reservas).[2] Esta definición es la más rigurosa, pues no se apoya en otras variables, por ejemplo una pérdida en las reservas (información que con frecuencia protegen celosamente los gobiernos, a veces demorando su publicación) o una escalada en las tasas de interés (en realidad poco significativa en sistemas financieros bajo un fuerte control del Estado, como de hecho sucedía en la mayoría de los países hasta muy recientemente). Al igual que en el caso de la inflación, el umbral de 25%, aunque útil cuando se trata de información para el periodo posterior a la segunda Guerra Mundial (por lo menos para definir una crisis cambiaria grave), sería demasiado alto para la época anterior, cuando movimientos mucho más insignificantes supusieron enormes sorpresas y, por lo tanto, causaron gran desorden. Así pues, entendemos por derrumbe monetario una depreciación anual por encima de 15%. Al igual que en nuestro tratamiento de los episodios inflacionarios (y a diferencia de Frankel y Rose, y Kaminsky y Reinhart), no sólo nos ocupamos aquí de la fecha inicial de esos derrumbes, sino del periodo completo durante el cual las depreciaciones anuales excedieron dicho umbral.[3] No es entonces una sorpresa que los derrumbes más importantes que se ven en el cuadro I.1 guarden una semejanza en tiempo y envergadura con el perfil de las crisis inflacionarias. Sin embargo, a diferencia de la inflación, no es Hungría la que posee el récord de los colapsos monetarios; ese "honor" pertenece a la Grecia de 1944.

CUADRO I.1. *Cómo definir una crisis: resumen de umbrales cuantitativos*

Tipo de crisis	*Umbral*	*Periodo*	*Máximo (porcentual)*
Inflación	Una tasa de inflación anual de 20% o más. Se revisa por separado la incidencia de casos más extremos en los que la inflación excede 40% anual.	1500-1790 1800-1913 1914-2008	173.1 159.6 9.63E+26[a]
Derrumbe monetario	Una depreciación anual de 15% o más frente al dólar estadunidense (o la divisa de anclaje correspondiente, desde una perspectiva histórica la libra esterlina, el franco francés, el marco alemán y, actualmente, el euro).	1800-1913 1914-2008	275.7 3.37E+9
Degradación monetaria I	Una reducción de 5% o más en el contenido metálico de las monedas en circulación.	1258-1799 1800-1913	.568 .550
Degradación monetaria II	Una reforma monetaria por la que una nueva moneda reemplaza a la anterior debido a su alto nivel de depreciación.	El episodio más radical es la reciente conversión en Zimbabwe a una tasa de 10000 millones a uno.	

[a] En algunos casos los índices de inflación son tan grandes (como en Hungría durante 1946) que nos vemos obligados a usar notación científica. Entonces, E+26 significa que deben agregarse ceros y mover el punto decimal 26 lugares a la derecha en la entrada 9.63.

Degradación monetaria

El precursor de las modernas crisis inflacionarias y cambiarias fue la degradación monetaria, estrategia empleada a lo largo del extenso periodo en que las monedas metálicas fueron el principal vehículo de intercambio comercial. No es una sorpresa que las degradaciones hayan sido frecuentes y a gran escala sobre todo en época de guerra, cuando una reducción drástica en el contenido de plata de una moneda podía ofrecerle a los monarcas la fuente más importante de financiamiento.

En este libro datamos asimismo las "reformas" o conversiones monetarias y sus repercusiones. Éstas forman parte de cada episodio de hiperinflación en nuestra muestra. De hecho, no es inusual observar que varias conversiones se sucedan muy rápidamente una tras otra. Por ejemplo, en su lucha contra la hiperinflación, Brasil tuvo no menos de

cuatro conversiones monetarias entre 1986 y 1994. Mientras preparábamos el libro, la conversión más grande pertenecía China, que en 1948 tuvo una tasa de conversión de tres millones a uno, pero ¡ay!, cuando el libro estaba listo, Zimbabwe había roto el récord chino con una tasa de conversión de ¡10 000 millones a uno! Las conversiones siguen asimismo a periodos de alza inflacionaria (aunque no necesariamente de hiperinflación), y tales casos han sido también incluidos en nuestra lista de degradaciones modernas.

El estallido de las burbujas en el precio de los activos

La misma metodología cuantitativa podría usarse para fechar el instante en el que estallan las burbujas en el precio de los activos (acciones o bienes inmuebles), algo común en la antesala de una crisis bancaria. En el capítulo XVI revisamos las crisis que involucran una caída en el precio de las acciones; dejamos en cambio las crisis del sector inmobiliario para una investigación futura.[4] Una de las razones por las que no abordamos el tema aquí es lo extremadamente difícil que resulta (conforme a nuestros amplios parámetros temporal y geográfico) obtener información sobre el precio de los principales activos que hay detrás de una crisis financiera, en especial el precio de la vivienda. Como sea, nuestro conjunto de datos comprende el precio de la vivienda en varias economías, tanto desarrolladas como emergentes, a lo largo de las dos últimas décadas, información que aprovecharemos más adelante al analizar las crisis bancarias.

Recuadro I.1. **Glosario sobre deuda**

Deuda externa. La suma total de deuda que un país contrae con acreedores extranjeros, tanto oficiales (públicos) como privados. Por lo general son los acreedores quienes determinan todas las condiciones de los contratos de deuda. Normalmente los contratos están sujetos a la jurisdicción de los acreedores extranjeros o a la ley internacional (para créditos multilaterales).

Deuda total del gobierno (deuda pública total). La suma total de deuda que un gobierno contrae con acreedores nacionales y extranjeros. Por lo general, un "gobierno" comprende la administración central, los gobiernos locales, los gobiernos federales y todas las entidades que obtienen créditos con una garantía explícita del gobierno.

Deuda pública interna. La suma total de deuda contraída por un gobierno y que fue emitida bajo jurisdicción nacional y está sujeta a esta última, independientemente de la nacionalidad del acreedor o de la moneda de denominación de la deuda. Por lo tanto, comprende la deuda pública interna en divisas extranjeras (véase la siguiente entrada). El mercado puede determinar las condiciones de los contratos de deuda, o bien el gobierno puede establecerlas de manera unilateral.

Deuda pública interna en divisas extranjeras. Los compromisos de deuda de un gobierno emitidos bajo jurisdicción nacional y que no obstante están expresados en (o vinculados a) una moneda distinta a la nacional.

Deuda del banco central. Por lo general no se le considera parte de la deuda pública, a pesar de que casi siempre supone una garantía implícita del gobierno. Los bancos centrales suelen emitir este tipo de deuda a fin de facilitar las operaciones del mercado abierto (entre éstas la intervención esterilizada). La moneda de denominación puede ser nacional o extranjera.

CRISIS DEFINIDAS POR EVENTOS: CRISIS BANCARIAS E IMPAGO EXTERNO E INTERNO

En esta sección describimos los criterios que hemos empleado en el libro para datar las crisis bancarias, las crisis de deuda externa y las crisis de deuda interna, siendo estas últimas las menos documentadas y entendidas. El recuadro I.1 ofrece un breve glosario de los conceptos clave sobre deuda usados a lo largo de nuestro análisis.

Crisis bancarias

Al hablar de crisis bancarias nuestro análisis se centra en eventos. La razón principal para dar este tratamiento es la falta de información estadística en la forma de series temporales de largo alcance, las que nos permitirían datar cuantitativamente las crisis bancarias o financieras a la manera de las crisis inflacionarias y monetarias. Por ejemplo, un indicador lógico materia de análisis sería el valor relativo de las acciones bancarias (o de las instituciones financieras en relación con el mercado). Sin embargo, proceder de ese modo es problemático, en especial si se habla del periodo más temprano en nuestra muestra, o de países en vías de desarrollo, donde un gran número de bancos locales carecen de títulos cotizados en la bolsa.

Otra opción para datar las crisis sería utilizar las fluctuaciones en los depósitos bancarios. En aquellos casos en que el inicio de una crisis bancaria estuvo marcado por pánico y retiros masivos de dinero, este indicador funcionaría bien, por ejemplo, al datar los numerosos pánicos bancarios del siglo XIX. A menudo, sin embargo, los problemas de un banco no se desprenden de sus pasivos sino de un prolongado deterioro en la calidad de los activos, sea éste a causa de una caída en los precios de la vivienda (como sucedió en los Estados Unidos a principios de la crisis financiera de las hipotecas de alto riesgo en 2007) o por un aumento en el número de bancarrotas del sector no financiero (como sucedió en las fases subsecuentes de la crisis financiera de la década pasada). En este caso, un incremento considerable en el número de bancarrotas o de créditos vencidos podría usarse para identificar el inicio de una crisis. Por desgracia, los indicadores sobre quiebras del sector comercial y créditos vencidos muy rara vez están disponibles, si es que llegan a estarlo, incluso para el periodo moderno en varios países. De cualquier modo, los informes sobre créditos vencidos suelen ser caóticamente imprecisos, pues los bancos siempre tratarán de ocultar sus problemas por tanto tiempo como sea posible y las agencias supervisoras suelen hacerse de la vista gorda.

En virtud de todas estas limitaciones en la información, identificamos una crisis bancaria por dos tipos de eventos: *1)* pánicos bancarios que conducen al cierre, fusión o adquisición por parte del sector público de una o más instituciones financieras (como sucedió en Venezuela en 1993 o en Argentina en 2001), y *2)* si no hay pánicos, el cierre, fusión, adquisición o apoyo a gran escala por parte del gobierno de una institución financiera importante (o grupo de instituciones), dando así inicio a una serie de desenlaces similares para otras instituciones financieras (como sucedió en Tailandia entre 1996 y 1997). Nos basamos en los estudios disponibles sobre crisis bancarias y en la

prensa financiera. Invariablemente, los problemas financieros suelen multiplicarse durante estos periodos.

Son varias las fuentes clave para datar las crisis en todo el mundo. Para el periodo posterior a 1970, los exhaustivos y famosos estudios de Caprio y Klingebiel—cuya versión más actualizada cubre hasta 2003—son canónicos, en especial en lo que concierne a la clasificación de las crisis bancarias según las categorías de sistémica *versus* otras más benignas. Kaminsky y Reinhart, y Jácome (este último para Latinoamérica) completan las fuentes.[5] Recurrimos asimismo a varios estudios especializados en tal o cual país por separado, pues éstos recogen episodios de crisis bancarias no considerados por la literatura con un enfoque global. Este tipo de estudios ha aportado muchas cosas a nuestra cronología.[6] El cuadro I.2 presenta un resumen de las limitaciones inherentes a una datación por eventos. El año de inicio de las diferentes crisis bancarias aparece en los apéndices A.3 y A.4 (en la mayoría de los episodios tempranos es difícil afirmar por cuánto tiempo exactamente se prolongó una crisis).

Crisis de deuda externa

Las crisis de deuda externa suponen el incumplimiento definitivo del gobierno en su pago de deuda externa, es decir, el incumplimiento en el pago de un préstamo emitido bajo la jurisdicción de otro país, por lo general (aunque no siempre) en una moneda de denominación extranjera y en la mayoría de los casos en manos de acreedores extranjeros. Argentina posee el récord del impago más grande: en 2001 incumplió en el pago de más de 95 000 millones de dólares de deuda externa. En este caso, el impago fue gestionado por medio de una reducción y una extensión en el pago de intereses. A veces los países optan por un abierto repudio de la deuda, como sucedió en México en 1867, cuando el gobierno de Juárez repudió la deuda emitida por el emperador Maximiliano y cuyo importe ascendía a más de 100 millones de pesos. Sin embargo, más común es que el gobierno reestructure su deuda bajo condiciones menos favorables para el prestamista que las establecidas en el contrato original (tal sería, por ejemplo, el caso de las poco conocidas reestructuraciones externas de la India efectuadas entre 1958 y 1972).

El impago externo ha recibido considerable atención en la obra académica de importantes historiadores económicos contemporáneos, como Michael Bordo, Barry Eichengreen, Marc Flandreau, Peter Lindert, John Morton y Alan Taylor.[7] En comparación con las primeras crisis bancarias (por no mencionar las crisis de deuda interna, completamente ignoradas por los especialistas), se sabe bastante de las causas y los efectos de estos episodios tan dramáticos. En el capítulo VI se presentan y discuten las fechas de los impagos soberanos y sus reestructuraciones. Para el periodo posterior a 1824, la mayoría de las fechas han sido tomadas de diversos estudios de Standard & Poor citados en los apéndices. Sin embargo, éstos están incompletos, pues omiten un sinfín de reestructuraciones de la posguerra e impagos tempranos, por lo que ha sido necesario complementar esta fuente con información adicional.[8]

CUADRO I.2. *Crisis definidas por eventos: un resumen*

Tipo de crisis	*Definición y/o criterios*	*Observaciones*
Crisis bancarias Tipo I: sistémica (grave) Tipo II: estrés financiero (moderada)	Identificamos una crisis bancaria por dos tipos de eventos: *1)* pánicos bancarios que conducen al cierre, fusión o adquisición por parte del sector público de una o más instituciones financieras, y *2)* si no hay pánicos, el cierre, fusión, adquisición o apoyo a gran escala por parte del gobierno de una institución financiera importante (o grupo de instituciones), dando así inicio a una serie de desenlaces similares para otras instituciones financieras.	Datar el inicio de una crisis bancaria bajo tales parámetros no está libre de inconvenientes. Podría datarse una crisis demasiado tarde, pues los problemas financieros por lo general comienzan mucho antes de que un banco sea finalmente cerrado o fusionado. Podría asimismo datarse una crisis demasiado pronto, pues la peor parte puede venir después. A diferencia de las crisis de deuda externa (véase la siguiente entrada), cuyas fechas de terminación son bastante precisas, con frecuencia resulta difícil, cuando no imposible, determinar con exactitud el año en el que finalizó una crisis bancaria.
Crisis de deuda externa	El impago soberano se define como el incumplimiento de un gobierno en el pago del crédito principal o de sus intereses antes de la fecha de vencimiento (o dentro del periodo acordado de gracia). Aquí entran asimismo aquellos casos en los que se reprograma la deuda y finalmente ésta queda saldada, aunque bajo condiciones menos favorables en comparación con la obligación original.	Si bien es correcto delimitar el periodo del impago a un año de crisis, en muchos casos el arreglo final con los acreedores (si es que se llega a uno) puede prolongarse por tiempo indefinido. Por esta razón trabajamos asimismo con una crisis ficticia que recoge sólo el primer año.
Crisis de deuda interna	Se define del mismo modo que la crisis de deuda externa. Adicionalmente, la crisis de deuda interna puede involucrar el congelamiento de los depósitos bancarios y/o su conversión forzosa de dólares a la moneda local.	En el mejor de los casos, se cuenta con la información parcial que sobre impagos recientes de deuda interna ofrece Standard & Poor's. Históricamente es muy difícil datar estos episodios y, a menudo (como sucede con las crisis bancarias), resulta imposible determinar la fecha del arreglo final.

Si bien la datación del impago externo es con mucho bastante más precisa y menos polémica que, por ejemplo, la datación de las crisis bancarias (cuya fecha de terminación no siempre es clara), de cualquier modo es necesario tomar algunas decisiones, como se señala en el capítulo VIII. Por ejemplo, cuando catalogamos el número de veces que un país ha incurrido en un impago, por lo general tomamos en cuenta todos los impagos cometidos dos años o menos después de un primer impago asociado con el mismo episodio. Determinar la fecha de terminación de un impago de deuda externa, aunque es más sencillo que en el caso de las crisis bancarias (pues un acuerdo formal con los acreedores casi siempre indica el final), de cualquier modo presenta algunos problemas.

Si bien es correcto delimitar el periodo del impago a un año de crisis, en muchos casos el arreglo final con los acreedores (si es que se llega a uno) puede prolongarse por tiempo indefinido. El impago de Rusia en 1918, luego de la Revolución, posee el récord con una duración de 69 años. El que Grecia cometió en 1826 lo dejó fuera de los mercados de capital internacional por 53 años consecutivos, periodo comparable a la morosidad hondureña de 1873.[9] Desde luego, observar el episodio completo ayuda a caracterizar los ciclos de endeudamiento o impago, calculando tasas "riesgosas" y otros factores. Sin embargo, resulta difícil creer que un periodo de 53 años pueda tomarse como una crisis—incluso si esos años no fueron exactamente prósperos—. Así pues, además de reconstruir variables ficticias diseñadas para tal o cual país individual, buscando de ese modo cubrir el episodio completo, hemos empleado un par más de variables cualitativas con el fin de abarcar el periodo medular de una crisis asociada con un impago. La primera de esas variables identifica como crisis únicamente el año del impago, mientras que la segunda crea una ventana de siete años alrededor de la fecha del incumplimiento. La idea es que ni los tres años anteriores a un impago ni los tres años subsecuentes pueden ser tenidos como un periodo "normal" o "tranquilo". Esta técnica permite analizar el comportamiento de varios indicadores económicos y financieros asociados con una crisis conforme a una base consistente en términos temporales y geográficos.

Crisis de deuda interna

La deuda pública interna se emite bajo la propia jurisdicción legal de un país. A lo largo de la historia, en la mayoría de los países la deuda interna ha sido emitida en la moneda local y adquirida sobre todo por ciudadanos nacionales. Por su parte, casi la totalidad de la deuda pública externa—deuda bajo la jurisdicción legal de un gobierno extranjero—ha sido emitida en divisas extranjeras y adquirida por residentes extranjeros.

La información sobre crisis de deuda interna es escasa, mas no porque éstas no se produzcan. De hecho, como mostramos en el capítulo IX, las crisis de deuda interna normalmente se dan en el contexto de condiciones económicas mucho peores que las del impago externo promedio. Por lo general, sin embargo, las crisis de deuda interna no involucran acreedores externos poderosos. Tal vez esto ayude a explicar por qué tantos episodios pasan inadvertidos en la prensa financiera y de negocios, y por qué estudios

sobre este tipo de crisis tienen tan poca presencia en la literatura académica. Desde luego, no siempre es así. Por ejemplo, entre 1994 y 1995 México estuvo a punto de cometer un impago, suceso muy publicitado y que ciertamente poseía todas las características de la "típica" crisis de deuda interna, si bien muchos observadores quizá no se hayan dado cuenta de que el meollo del problema tenía que ver, técnicamente, con deuda interna y no externa. De hecho, la deuda pública (en la forma de *tesobonos*, en su mayor parte instrumentos de deuda a corto plazo pagaderos en pesos vinculados al dólar estadunidense) que estuvo al borde del impago hasta que el Fondo Monetario Internacional y el Tesoro de los Estados Unidos rescataron al país, fue emitida bajo la ley mexicana y, por lo tanto, formaba parte de la deuda interna del país. Bien puede conjeturarse que la crisis tal vez habría recibido mucha menos atención si tantos *tesobonos* no hubieran estado en manos de extranjeros.

Desde 1980 Argentina ha incumplido en tres ocasiones en el pago de su deuda interna. Dos de esos episodios coincidieron con impagos de deuda externa (1982 y 2001), atrayendo considerable atención internacional. Poco conocido en la literatura es, en cambio, el exorbitante impago de 1989, el cual no supuso un nuevo incumplimiento en el pago de deuda externa y, por lo tanto, no involucró a extranjeros. Varios de los impagos de deuda interna ocurridos durante la Gran Depresión de la década de 1930, tanto en las economías avanzadas como en aquellas en vías de desarrollo, no están bien documentados. Incluso en aquellos casos de los que se cuenta con información oficial, con frecuencia ésta consiste tan sólo en notas al pie de página donde se hace referencia a atrasos o suspensiones de pagos.

Por último, algunos de los impagos de deuda interna que llevaron a una conversión de los depósitos en divisas extranjeras a moneda local se produjeron durante crisis bancarias, hiperinflaciones o una combinación de ambas (a esta categoría pertenecen los impagos de Argentina, Bolivia y Perú). Al construir variables específicas seguimos el procedimiento descrito para el impago de deuda externa. Al igual que las crisis bancarias y a diferencia del impago externo, en varios de los episodios de morosidad interna no es sencillo precisar el final de la crisis.

OTROS CONCEPTOS CLAVES

Impago serial

Por *impago serial* nos referimos a una serie de incumplimientos soberanos en el pago de deuda pública (o garantizada públicamente) externa, interna o ambas. Éstos pueden producirse a intervalos de cinco a 50 años, y pueden ir desde el impago definitivo (o repudio) hasta uno parcial a través de una reprogramación (por lo general con una ampliación en el pago de intereses bajo condiciones más favorables para el deudor). Como veremos en el capítulo IV, en realidad el impago absoluto es muy raro, si bien pueden pasar varias décadas antes de que los acreedores reciban alguna forma de reembolso parcial.

El síndrome de "esta vez es distinto"

La esencia del síndrome de "esta vez es distinto" es simple.[10] Se basa en la firme creencia de que una crisis financiera es algo que le sucede a otras personas en otros países en otras épocas: las crisis no nos afectan a nosotros, aquí y ahora. Estamos haciendo bien las cosas, somos más inteligentes, hemos aprendido de los errores del pasado. Las viejas reglas de la valuación financiera han caído en desuso. La actual bonanza, a diferencia de aquellas que precedieron a los catastróficos colapsos del pasado, está construida sobre bases firmes, reformas estructurales, innovación tecnológica y buenas políticas—o más o menos así lo cuenta la historia—.

En el preámbulo ofrecimos un argumento teórico para el síndrome de "esta vez es distinto" con base en la fragilidad de las economías con un alto grado de apalancamiento, en especial su vulnerabilidad a crisis de confianza. Ciertamente sobran los ejemplos históricos del síndrome de "esta vez es distinto". No es nuestra intención dar un catálogo completo de ellos, aunque se incluyen ejemplos aquí y allá. A este respecto, el recuadro I.2 muestra un desplegado publicitario de 1929 que personifica el espíritu del síndrome en la antesala de la Gran Depresión; por su parte, el recuadro VI.2 explora el *boom* de los créditos otorgados a Latinoamérica en la década de 1820, hecho que selló la primera crisis de deuda en esa región.

RECUADRO **El síndrome de "esta vez es distinto" en la antesala del derrumbe financiero de 1929**

Recuadro I.2. El síndrome de "esta vez es distinto" en la antesala del derrumbe financiero de 1929

FAMOUS WRONG GUESSES IN HISTORY

when all Europe guessed wrong

The date—October 3rd. 1719. The scene—*Hotel de Nevers*, Paris. A wild mob—fighting to be heard.

"Fifty shares!" "I'll take two hundred!" "Five hundred!" "A thousand here!" "Ten thousand!"

Shrill cries of women. Hoarse shouts of men. Speculators all—exchanging their gold and jewels or a lifetime's meager savings for magic shares in John Law's Mississippi Company. Shares that were to make them rich overnight.

Then the bubble burst. Down—down went the shares. Facing utter ruin, the frenzied populace tried to "sell". Panic-stricken mobs stormed the *Banque Royale*. No use! The bank's coffers were empty. John Law had fled. The great Mississippi Company and its promise of wealth had become but a wretched memory.

Today you need not guess.

HISTORY sometimes repeats itself—but not invariably. In 1719 there was practically no way of finding out the *facts* about the Mississippi venture. How different the position of the investor in 1929!

Today, it is inexcusable to buy a "bubble"—inexcusable because unnecessary. For now every investor—whether his capital consists of a few thousands or mounts into the millions—has at his disposal facilities for obtaining the *facts*. Facts which—as far as is humanly possible—eliminate the hazards of speculation and substitute in their place sound principles of investment.



STANDARD STATISTICS

200 VARICK ST.

New York, New York (now the home of Chipotle Mexican Grill)

Nota: El profesor Peter Lindert tuvo la amabilidad de hacernos llegar el anuncio.

A continuación ofrecemos una breve lista de las manifestaciones del síndrome a lo largo del siglo XX:

1. *En la antesala de los impagos del mercado emergente en la década de 1930*

¿Qué era distinto entonces?	La creencia de la época: Nunca más habrá una guerra mundial; habrá de manera indefinida una mayor estabilidad política y un fuerte crecimiento mundial; el endeudamiento de los países en vías de desarrollo es bajo.

Los principales países combatientes en la primera Guerra Mundial habían contraído enormes deudas. Regiones como Latinoamérica y Asia, que habían escapado de los peores estragos de la guerra, parecían tener finanzas públicas muy modestas y bastante

manejables. La década de 1920 fue un periodo de infatigable optimismo a escala mundial, no muy distinto del *boom* de cinco años que precedió a la crisis financiera global que comenzó en los Estados Unidos a mediados de 2007. Tal como la paz mundial fue un ingrediente esencial en la dinámica de la primera década del siglo XXI, del mismo modo lo fue la opinión extendida de que la experiencia de la primera Guerra Mundial no se repetiría pronto.

En 1929, una caída en el mercado bursátil internacional marcó el inicio de la Gran Depresión. La contracción económica redujo los recursos del gobierno mientras la deflación global disparaba las tasas de interés en términos reales. Lo que siguió fue la oleada más grande de impagos en la historia.

2. *Las crisis de los años ochenta*

¿Qué era distinto entonces?

La creencia de la época: El precio de los productos básicos es competitivo y las tasas de interés son bajas; se está "reciclando" el capital petrolero; hay tecnócratas brillantes en el gobierno; se está destinando dinero a inversiones de infraestructura con un rendimiento alto, y se están otorgando préstamos bancarios en vez de préstamos en bonos, como en el periodo de entreguerras de las décadas de 1920 y 1930. Puesto que los bancos individuales están adquiriendo grandes financiamientos en bloque, habrá incentivos para reunir y monitorear la información, asegurando de ese modo que el dinero se gaste de manera inteligente y que las deudas sean saldadas.

Tras siglos de deterioro, en la década de 1970 el mundo vivió un *boom* en el precio de los productos básicos. Rica en materias primas, Latinoamérica parecía destinada a obtener enormes ganancias a medida que el crecimiento mundial provocaba un aumento cada vez más grande en el precio de recursos materiales escasos. La inflación global en el mundo desarrollado había conducido a un largo periodo de tasas de interés inusualmente bajas dentro del mercado de bonos de los países ricos. Por último, aunque no por ello menos importante, por casi una generación prácticamente no se habían producido nuevos impagos de deuda en Latinoamérica; la última oleada había ocurrido durante la Gran Depresión.

Un gran número de funcionarios y economistas hablaban favorablemente de los préstamos que los bancos occidentales estaban otorgando a los países en vías de desarrollo. Se decía que los bancos estaban cumpliendo con una importante tarea de intermediación al tomar los superávits petroleros de la OPEP y "reciclarlos" a los países en vías de desarrollo. Supuestamente, los bancos occidentales participaban en este proceso porque tenían la experiencia necesaria para otorgar y monitorear una gran cantidad de créditos a Latinoamérica y a otras regiones, obteniendo por su esfuerzo atractivas utilidades brutas.

La curva ascendente de la década de 1970, como muchas otras antes, terminó en lágrimas. Tasas de interés real cada vez más altas combinadas con una caída mundial en el precio de los productos primarios catalizaron el impago de México en agosto de 1983, y poco tiempo después los de más de una docena de otros mercados emergentes de

importancia, entre ellos Argentina, Brasil, Nigeria, Filipinas y Turquía. Cuando los países ricos trataron de controlar la inflación a principios de la década de 1980, una pronunciada escalada en las tasas de interés de los bancos centrales incrementó de manera significativa los costos de financiación de los préstamos otorgados a los países en vías de desarrollo, préstamos por lo general indexados a tasas a corto plazo (por qué sucedió así, es un asunto que abordamos en el capítulo dedicado a la teoría sobre deuda soberana). Con el colapso de la demanda mundial, también los precios de los productos básicos se derrumbaron, en algunos casos cayendo 70% o más respecto a su valor máximo.

3. *La crisis asiática de los años noventa*

¿Qué era distinto entonces?	La creencia de la época: la región tiene una política fiscal conservadora, tipos de cambio estables, altos índices de crecimiento y ahorro, y no se tiene memoria de crisis financieras previas.

A mediados de los años noventa Asia se convirtió en el continente favorito del capital extranjero. En toda la región, *1)* las tasas de ahorro familiar eran excepcionalmente altas y, por lo tanto, representaban un apoyo para los gobiernos en caso de dificultades financieras; *2)* la situación fiscal de los gobiernos era relativamente sólida, de modo que el endeudamiento era sobre todo privado; *3)* la paridad cambiaria era casi fija respecto al dólar, haciendo seguras las inversiones, y *4)* se creía que los países asiáticos eran inmunes a crisis financieras.

En última instancia, incluso un país con un desarrollo acelerado y sólidas políticas fiscales no deja de ser vulnerable a las sacudidas financieras. Una de las grandes debilidades de Asia era su tipo de cambio fijo frente al dólar, algo a menudo más bien implícito que explícito.[11] Esta dependencia cambiaria hizo que la región fuera extremadamente vulnerable a crisis de confianza. Así, a principios del verano de 1997, eso fue justo lo que sucedió. Una vez que fracasaron todos los esfuerzos por apuntalar la moneda, gobiernos como el de Tailandia finalmente sufrieron cuantiosas pérdidas al intervenir las divisas.[12] Corea, Indonesia y Tailandia, entre otros países, tuvieron que acudir al Fondo Monetario Internacional en busca de gigantescos paquetes de rescate, si bien esto no bastó para impedir las profundas recesiones y una enorme depreciación monetaria.

4. *La crisis latinoamericana de los años noventa y principios del siglo XXI*

¿Qué era distinto entonces?	La creencia de la época: Las deudas son en bonos, no bancarias. (Obsérvese el movimiento pendular entre la creencia en que una deuda en bonos es más segura y la creencia en que una deuda bancaria es más segura.) Puesto que son muchas más las personas que tienen títulos de deuda en el caso de los bonos que en el caso de los bancos internacionales, los países lo pensarán dos veces antes de intentar cometer un impago, pues sería muy difícil lograr una renegociación (véase antes el apartado sobre la crisis de los años ochenta).

A principios de la década de 1990, los acreedores internacionales inundaron de dinero la región de Latinoamérica, que apenas salía de una década de impago y estancamiento. El crédito había sido canalizado sobre todo por medio de bonos y no a través de la banca, lo que llevó a pensar que las deudas serían invulnerables a una renegociación. Se pensaba que si el crédito se ponía al alcance de un amplio número de titulares de bonos sería imposible que se repitiera la crisis de los años ochenta, cuando los países deudores orillaron a los bancos a reprogramar la deuda (ampliando el número de pagos y de hecho reduciendo el monto). Ausente la posibilidad de renegociación, sería mucho más difícil dejar de pagar.

Hubo algunos otros factores que también sedujeron a los inversionistas. Muchos países latinoamericanos habían transitado de regímenes dictatoriales a regímenes democráticos, "garantizando una mayor estabilidad". México no corría riesgos gracias al Tratado de Libre Comercio, el cual entró en vigor en enero de 1994. Argentina no corría riesgos porque había fijado de manera "inamovible" su tipo de cambio respecto al dólar gracias a un arreglo denominado "consejo monetario".

Fue cuestión de tiempo para que el *boom* crediticio de los años noventa terminara en una serie de crisis financieras, comenzando por el colapso de México en diciembre de 1994. A éste siguió el impago argentino por 95 000 millones de dólares, en ese entonces el más grande de la historia, así como las crisis financieras de Brasil en 1998 y 2002, y el impago de Uruguay en 2002.

5. *Los Estados Unidos en la antesala de la crisis financiera a finales de la década pasada (la segunda Gran Contracción)*

¿Qué era distinto entonces?	La creencia de la época: Todo marcha bien gracias a la globalización, el *boom* tecnológico, nuestro sistema financiero superior, nuestro buen entendimiento de la política monetaria y el fenómeno de la deuda titulizada.

Se duplicó el precio de la vivienda y se disparó el valor de las acciones, todo ello incentivado por el número récord de empréstitos del exterior. A pesar de todo ello, el grueso de la población pensó que los Estados Unidos jamás pasarían por una crisis financiera similar a la de los mercados emergentes.

Los capítulos finales de este libro narran la triste historia de lo que entonces sucedió: la más grave crisis financiera desde la Gran Depresión y la única desde la segunda Guerra Mundial con un impacto global. Entretanto, en los siguientes capítulos mostraremos cuán endémica, en términos temporales y geográficos, es la naturaleza serial de las crisis financieras. Los periodos de prosperidad (muchas veces prolongada) suelen terminar en lágrimas.

[1] Véase Reinhart y Rogoff (2004).

[2] Frankel y Rose (1996).

[3] *Ibid.;* Kaminsky y Reinhart (1999).

[4] Sobre la construcción de umbrales para fechar derrumbes en el precio de las acciones, véase Kaminsky y Reinhart (1999); para una descripción de la conducta de los precios de la vivienda en la antesala de una crisis bancaria en los países industrializados, véase Reinhart y Rogoff (2008b).

[5] Véanse Kaminsky y Reinhart (1999), Caprio y Klingebiel (2003), Caprio *et al*. (2005) y Jácome (2008). Para el periodo anterior a la segunda Guerra Mundial, Willis (1926), Kindleberger (1989) y Bordo *et al*. (2001) cubren las crisis bancarias de varios países.

[6] En el caso de Perú, véase Camprubri (1957); para China, véanse Cheng (2003) y McElderry (1976), y para México Noel (2002).

[7] Ésta no pretende ser una lista exhaustiva de los especialistas que han estudiado los impagos soberanos a lo largo de la historia.

[8] En especial la que ofrecen Lindert y Morton (1989), Suter (1992), Purcell y Kaufman (1993) y MacDonald (2006). Desde luego, entre las lecturas obligadas sobre el tema se encuentran las de Winkler (1933) y Wynne (1951). Obras también importantes son Eichengreen (1991a, 1991b, 1992) y Eichengreen y Lindert (1989).

[9] Cabe señalar que Honduras ha permanecido en una situación de impago desde 1981 a la fecha.

[10] Al parecer un viejo dicho en el mundo del comercio reza: "Perdemos más dinero a causa de cuatro palabras que por ser víctimas de un asalto. Esas cuatro palabras son 'esta vez es distinto'".

[11] Por ejemplo, a mediados de la década de 1990 Tailandia aseguraba no tener un tipo vincu lado al dólar sino a una canasta de divisas (no especificadas). Sin embargo, los inversionistas pudieron ver claramente que la supuesta canasta no contenía muchas otras monedas además del dólar; la paridad del *baht* respecto al dólar sólo fluctuaba dentro de un estrecho margen.

[12] Por lo general, los bancos centrales pierden dinero en cualquier intervención fallida para apuntalar la moneda, pues están vendiendo divisas fuertes (por ejemplo, dólares) a cambio de una moneda local (por ejemplo, *bahts*). Cuando se colapsa el tipo de cambio de la moneda local, el banco central sufre una pérdida de capital.

II. INTOLERANCIA A LA DEUDA: GÉNESIS DEL IMPAGO SERIAL

> La intolerancia a la deuda es el síndrome que lleva a los gobiernos con estructuras institucionales débiles y un sistema político deficiente a ver en el endeudamiento externo un atractivo recurso para evitar decisiones difíciles sobre gasto público y recaudación fiscal.

ESTE capítulo delinea un marco estadístico para reflexionar sobre el impago serial a la luz de la incapacidad de algunos países para evitar verse envueltos en continuas recaídas de incumplimiento en el pago de deuda. Si el lector prefiere omitir la modesta cantidad de detalles técnicos de los siguientes dos capítulos, bien puede avanzar hasta el capítulo dedicado al impago externo sin perder el hilo de la discusión.

La intolerancia a la deuda puede definirse como la enorme presión que muchos mercados emergentes experimentan al alcanzar niveles de deuda externa que desde la perspectiva de los países desarrollados parecería sencillo manejar. Por lo general, la presión supone un círculo vicioso de pérdida de confianza en el mercado, un alza en espiral de las tasas de interés sobre la deuda externa del gobierno y una resistencia política a saldar deudas contraídas con acreedores extranjeros. Al final, el impago suele ocurrir a niveles de deuda muy por debajo de 60% respecto al PIB, el estándar consignado en el Tratado de Maastricht (el tratado de la Unión Europea) con el fin de proteger el sistema del euro frente a cualquier impago público. Los umbrales seguros de deuda acaban por depender directamente del historial de impago e inflación de un país.[1]

UMBRALES DE DEUDA

Este capítulo constituye un primer paso para entender por qué un país puede volverse vulnerable al impago serial y, en este contexto, propone un parámetro de vulnerabilidad respecto a los incrementos marginales en la deuda, esto es, un parámetro de "intolerancia a la deuda".

A pocos macroeconomistas les sorprendería saber que los países con un mercado emergente con un coeficiente general de deuda pública respecto al PNB superior, digamos, a 100%, corren serios riesgos de incurrir en un impago. Incluso entre los países avanzados, la deuda japonesa, estimada en 170% del PNB (según la definición de deuda que se use), se considera problemática (Japón posee gigantescas reservas de divisas, y aun así su nivel neto de deuda, aproximadamente 94% del PNB, sigue siendo muy alto).[2] A pesar de esto, los mercados emergentes pueden incurrir en un impago, y de hecho así sucede, a niveles mucho menores de deuda externa respecto al PNB, tal como lo ilustran algunos famosos casos (por ejemplo, México en 1982, con una proporción de deuda

respecto al PNB de 47%, y Argentina en 2001, con una proporción de deuda ligeramente superior a 50 por ciento).

Nuestra investigación de los umbrales de deuda para los mercados emergentes inicia dando cuenta de todos los episodios de impago o reestructuración de deuda externa en los países de ingresos medios durante el periodo 1970-2008, entendiendo por impago lo que ya se dijo en el primer capítulo.[3] Éste es sólo un primer paso en la datación de los impagos soberanos. Más adelante revisaremos un mayor número de países a lo largo de un intervalo de tiempo mucho más amplio. El cuadro II.1 registra las fechas de los impagos de deuda externa. Para cada país con un ingreso medio, el cuadro presenta el primer año del episodio de impago o reestructuración, así como el coeficiente de deuda externa respecto al PNB y respecto a las exportaciones al final del año del problema crediticio, es decir, cuando técnicamente dio inicio el impago.[4] Desde luego, los casos de México en 1982 y Argentina en 2001, apenas citados, no fueron la excepción, como tampoco lo fue el más reciente caso de morosidad: Ecuador en 2008. El cuadro II.2 se desprende del cuadro II.1. En él puede verse que la deuda externa excedió 100% del PNB en sólo 16% de los episodios de impago o reestructuración, que más de la mitad de todos los impagos tuvo lugar a niveles por debajo de 60% y que en casi 20% de los casos se produjeron impagos frente a niveles de deuda por debajo de 40% del PNB.[5] (Es posible que los umbrales de deuda externa respecto al PNB en el cuadro II.1 presenten un sesgo a la alza. Esto se debe a que los coeficientes de deuda respecto al PNB que corresponden al año del problema crediticio están inflados por la depreciación real del tipo de cambio, depreciación que por lo general acompaña a tales eventos a medida que inversionistas nacionales y extranjeros abandonan la moneda.)

CUADRO II.1. *Deuda externa al momento del impago: países de ingresos medios (1970-2008)*

País	*Año del impago o la reestructuración*	*Proporción de deuda externa respecto al PNB al final del año del impago o la reestructuración*	*Proporción de deuda externa respecto a las exportaciones al final del año del impago o la reestructuración*
Albania	1990	16.6	98.6
Argentina	1982	55.1	447.3
	2001	50.8	368.1
Bolivia	1980	92.5	246.4
Brasil	1983	50.1	393.6
Bulgaria	1990	57.1	154.0
Chile	1972	31.1	n.d.
	1983	96.4	358.6
Costa Rica	1981	136.9	267.0
Ecuador	1984	68.2	271.5
	2000	106.1	181.5
	2008	20.0	81.0
Egipto	1984	112.0	304.6
Federación Rusa	1991	12.5	n.d.
Filipinas	1983	70.6	278.1
Guyana	1982	214.3	337.7
Honduras	1981	61.5	182.8
Irak	1990	n.d.	n.d.
Irán	1992	41.8	77.7
Jamaica	1978	48.5	103.9
Jordania	1989	179.5	234.2
Marruecos	1983	87.0	305.6
México	1982	46.7	279.3
Panamá	1983	88.1	162.0
Perú	1978	80.9	388.5
	1984	62.0	288.9
Polonia	1981	n.d.	108.1
República Dominicana	1982	31.8	183.4
Rumania	1982	n.d.	73.1
	1998	58.5	109.8
Sudáfrica	1985	n.d.	n.d
Trinidad y Tabago	1989	49.4	103.6
Turquía	1978	21.0	374.2
Uruguay	1983	63.7	204.0
Venezuela	1982	41.4	159.8
Yugoslavia	1983	n.d.	n.d.
Promedio		*69.3*	*229.9*

NOTA: La clasificación de los niveles de ingreso corresponde a la del Banco Mundial (varios años), *Global Development Finance*. El importe de la deuda se reporta al final del periodo, de ahí que tomar la proporción de deuda respecto al PNB al final del año del impago produzca un sesgo *al alza*, pues en la mayoría de los casos los incumplimientos vienen acompañados de una considerable depreciación en el tipo de cambio real.

n.d.: no disponible.

FUENTE: Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a), actualizado con base en la información del Banco Mundial (varios años), *Global Development Finance*.

CUADRO II.2. *Deuda externa al momento del impago: distribución de frecuencia (1970-2008)*

Rango del coeficiente deuda externa/PNB al término del primer año del impago o la reestructuración (porcentual)	*Porcentaje del total de impagos o reestructuraciones en los países de ingresos medios*
<40	19.4
41-60	32.3
61-80	16.1
81-100	16.1
>100	16.1

NOTA: La clasificación de los niveles de ingreso corresponde a la del Banco Mundial (varios años), *Global Development Finance*. Estos porcentajes están basados en los casos para los que se cuenta con información sobre el coeficiente deuda/PNB. En el cálculo hemos excluido todos los casos marcados como "no disponible" en el cuadro II.1.

FUENTE: Cuadro II.1 y las estimaciones de los autores.

A continuación comparamos los perfiles de endeudamiento externo de mercados emergentes con y sin un historial de impago. La gráfica II.1 muestra la distribución de frecuencia de deuda externa respecto al PNB de los dos grupos de países durante el periodo 1970-2008. Las distribuciones son muy distintas en cada grupo y revelan que los países morosos se endeudan más que los no morosos (aun si sus calificaciones tienden a ser peores a niveles similares de deuda). La disparidad entre las proporciones de deuda externa en los mercados emergentes con y sin un historial de impago se amplía todavía más al considerar la proporción de deuda externa respecto a las exportaciones. Al parecer, los países endeudados que corren más riesgos de incurrir en un impago (es decir, los que tienen los niveles más altos de intolerancia a la deuda) son los que solicitan mayores créditos, sobre todo si se les analiza a la luz de sus exportaciones, su fuente más grande de divisas. No debería ser una sorpresa entonces que tantos ciclos de flujo de capital terminen en un desagradable problema crediticio. Desde luego, como reza el dicho, "para pelear se necesitan dos", y sin duda los acreedores son cómplices del síndrome de "esta vez es distinto".

GRÁFICA II.1. *Proporción de deuda externa respecto del PNB: países morosos y no morosos (1970-2008)*



FUENTE: Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a), actualizado con base en la información del Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, y el Banco Mundial (varios años), *Global Development Finance*.

Estas distribuciones de frecuencia pueden usarse para preguntar si, en el caso de las economías emergentes, existe un umbral de deuda externa respecto al PNB que, una vez traspasado, incremente de manera significativa el riesgo de experimentar síntomas extremos de intolerancia a la deuda. (Éste será apenas un primer paso, pues, como veremos, diferentes niveles de intolerancia a la deuda suponen muy diferentes umbrales para cada país en particular.) En especial, llama la atención la enorme importancia que tiene el historial de pagos e inflación de un país: entre más malo sea éste, menor será la capacidad para tolerar la deuda. Más de la mitad de las observaciones sobre los países con un sólido historial crediticio se encuentra en niveles de deuda externa respecto al PNB por debajo de 35% (47% de las observaciones se encuentran por debajo de 30%). En cambio, en el caso de los países con un historial crediticio ligeramente empañado, se requieren niveles de deuda externa respecto al PNB por encima de 40% para captar la mayoría de las observaciones. A partir tan sólo de los cuadros II.1 y II.2, sin tomar en cuenta factores específicos de intolerancia a la deuda para cada país, es posible apreciar que cuando los niveles de deuda externa de los mercados emergentes se encuentran por encima de 30-35% del PNB, los riesgos de un problema crediticio se incrementan de forma significativa.[6]

¿CÓMO MEDIR LA VULNERABILIDAD?

Para llevar a la práctica el concepto de intolerancia a la deuda, esto es, para establecer un método que nos permita determinar en términos cuantitativos la fragilidad de un país en su calidad de prestatario extranjero, seguimos dos indicadores: las calificaciones sobre

deuda soberana emitidas por el Institutional Investor (en adelante CII) y la proporción de deuda externa respecto al PNB (o respecto a las exportaciones).

Compiladas semestralmente, las CII se basan en información proporcionada por economistas y analistas de riesgo soberano en los bancos y empresas bursátiles más importantes del mundo; califican a cada país en una escala de cero a 100, donde el valor más alto (100) se otorga a los países que se piensa tienen la probabilidad más baja de incumplir en el pago de su deuda pública.[7] Por lo tanto, es posible tomar la variable 100 menos CII como un equivalente del riesgo de impago. Desafortunadamente, los parámetros de riesgo de impago basados en el mercado (por ejemplo, el precio de negociación de la deuda de un país en los mercados secundarios) sólo están disponibles para un espectro mucho menor de países y para un periodo mucho más corto.[8]

El segundo gran componente para determinar la tendencia de un país a incurrir o reincidir en un impago de deuda externa corresponde a la deuda total externa en relación tanto con el PNB como con las exportaciones. La relevancia de la deuda total externa (pública y privada) para identificar una deuda sustentable radica en el hecho de que históricamente la mayor parte de la deuda pública de los mercados emergentes es externa, mientras que la pequeña porción que antes de una crisis es privada a menudo acaba siendo pública.[9] (En el capítulo VIII, ampliaremos nuestro análisis incorporando la deuda interna, cuya relevancia en las últimas crisis ha sido enorme en virtud del elevado monto de deuda pública interna emitida por los gobiernos de varios mercados emergentes a principios de la década pasada, justo antes de la crisis.) Obtener información sobre deuda interna privada sigue siendo muy difícil.

CUADRO II.3. *Riesgo y deuda: comparaciones pareadas, 1979-2007*

	100-Calificación del Institutional Investor
Comparaciones con la proporción de deuda externa respecto al PIB	
Muestra completa de los países en vías de desarrollo	0.45*
África	0.33*
Mercados emergentes de Asia	0.54*
Medio Oriente	0.14
Hemisferio occidental	0.45*
Comparaciones con la proporción de deuda externa respecto a las exportaciones	
Muestra completa de los países en vías de desarrollo	0.63*
África	0.56*
Mercados emergentes de Asia	0.70*
Medio Oriente	0.48*
Hemisferio occidental	0.47*

NOTA: El asterisco indica que la comparación es estadísticamente significativa a un nivel de confianza de 95 por ciento.
FUENTE: Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a), actualizado con base en la información del Banco Mundial (varios años), *Global Development Finance*, y el *Institutional Investor*.

El cuadro II.3 muestra las comparaciones pareadas entre los dos coeficientes de deuda y las calificaciones sobre riesgo que el *Institutional Investor* emite para un amplio número de economías en vías de desarrollo. Asimismo, la tabla pone de manifiesto la gran similitud que, de acuerdo con las diferentes medidas de riesgo, guardan entre sí las calificaciones para cada país y la correlación entre riesgo y deuda. Como era de esperarse, las comparaciones son igualmente positivas para todos los grupos regionales y, en la mayoría de los casos, estadísticamente significativas.

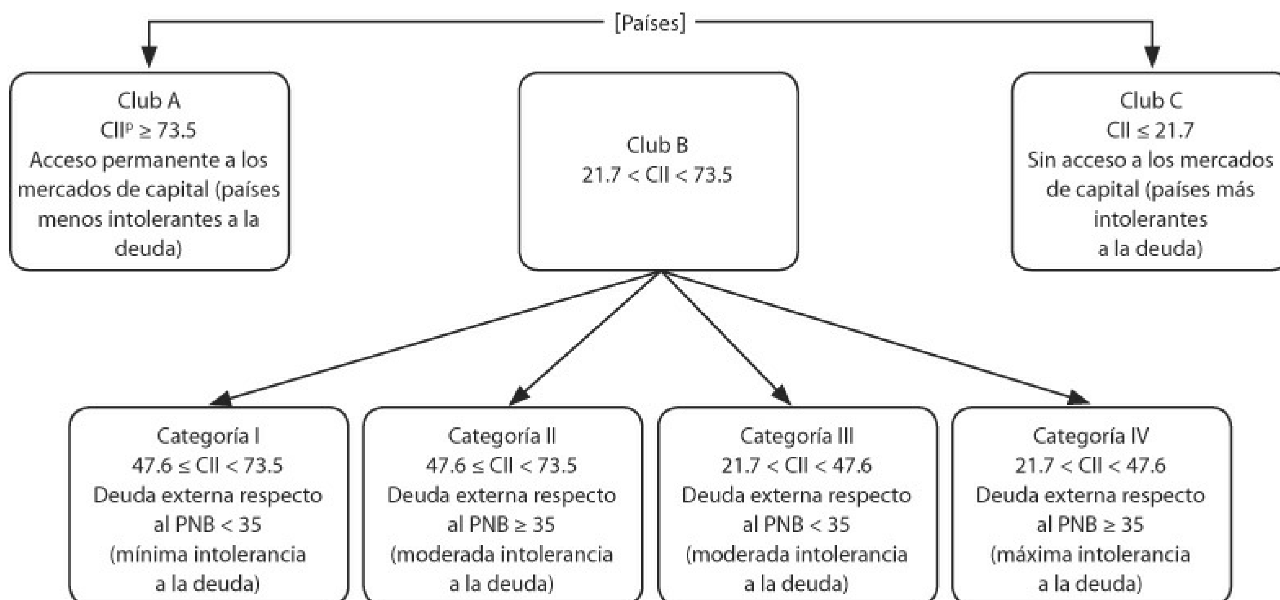
CLUBES Y REGIONES

A continuación usamos los dos componentes de la intolerancia a la deuda (las CII y los coeficientes de deuda externa) en un algoritmo de dos pasos delineado en el diagrama II.1 con el fin de determinar los diferentes "clubes" de acreedores y las regiones de vulnerabilidad. Primero calculamos la media (47.6) y la desviación estándar (25.9) de las CII publicadas entre los años 1979-2007 para 90 países. Luego, con base en estos indicadores, agrupamos libremente los países en tres clubes. Los países que a lo largo del periodo 1979-2007 obtuvieron una calificación promedio igual o superior a 73.5 (la

media más una desviación estándar) conforman el club *A*. Aquí están los países que disfrutan de acceso permanente a los mercados de capital, es decir, todas las economías avanzadas. Tal como lo indica su historial de pagos (véase el capítulo VIII), estos países son los menos intolerantes a la deuda. El club en el extremo opuesto, el club *C*, comprende a los países cuya calificación promedio es inferior a 21.7 (la media menos una desviación estándar).[10] Aquí se encuentran los países cuya fuente primaria de financiamiento externo son las donaciones y los créditos oficiales, y cuya intolerancia a la deuda es tal que sólo muy de vez en cuando los mercados les permiten obtener créditos. Los países restantes forman el club *B*, la materia principal de nuestro análisis. Estos países presentan diversos grados de vulnerabilidad debido a su intolerancia a la deuda. Ocupan además la zona "indeterminada" de los modelos teóricos sobre deuda, la zona donde el riesgo de impago no es trivial y donde los pánicos bancarios y su inherente efecto Pigmalión pueden desatar una crisis. (Más adelante tendremos varias oportunidades de revisar por qué países y bancos pueden ser vulnerables a una pérdida de confianza entre los acreedores, en particular cuando dependen de financiamiento a corto plazo a través de préstamos o depósitos.) El club *B* es extenso y a él pertenecen tanto países que están a punto de "graduarse" como aquellos al borde de un impago. Desde luego, el grado de apalancamiento afecta el nivel de riesgo de este grupo intermedio de países, cuya intolerancia a la deuda no es tan alta como para quedar excluidos de los mercados de capital.

Ahora bien, como segundo paso usamos el algoritmo para subdividir el indeterminado club *B* en cuatro grupos según su grado de vulnerabilidad, de menos a más, a los síntomas de la intolerancia a la deuda. En el grupo menos vulnerable, la categoría I, se encuentran los países que durante 1979-2007 obtuvieron una CII promedio por encima de la media (47.6), pero inferior a 73.5, y una proporción de deuda externa respecto del PNB por debajo de 35% (umbral que, como hemos señalado, corresponde a más de la mitad de las observaciones de países no morosos durante 1970-2008). En el siguiente subgrupo (la categoría II) se encuentran los países con una calificación por encima de la media, pero con una proporción de deuda externa respecto del PNB superior a 35%. Éste es el segundo grupo menos vulnerable, es decir, con menos posibilidades de caer en una crisis de deuda externa. El siguiente subgrupo (la categoría III) comprende a los países con una calificación por debajo de la media, pero superior a 21.7, y una deuda externa inferior a 35% del PNB. Por último, el subgrupo más intolerante a la deuda (la categoría IV), esto es, el más vulnerable a una crisis de deuda externa, está formado por aquellos países con una calificación por debajo de la media y niveles de deuda externa por encima de 35% del PNB.

DIAGRAMA II.1. *Definición de los clubes de deudores y de las regiones de intolerancia a deuda externa.*



CII^p es el valor promedio a largo plazo de las calificaciones del *Institutional Investor*.

Los países dentro de esta categoría fácilmente pueden terminar en el club *C*, el club de los países sin acceso a los mercados de capital. Por ejemplo, a principios de la década pasada la calificación de Argentina fue alrededor de 44 y su proporción de deuda externa respecto del PNB era de 51%, ubicándose en la categoría IV. Sin embargo, para 2003 su calificación había descendido a alrededor de 15, claro indicio de que el país se había "graduado en sentido inverso", cayendo al club C. Como veremos (en el capítulo XVII), no es tan sencillo para un país graduarse a un club superior. De hecho, pueden pasar varias décadas de un récord impecable de pagos y niveles sostenidos de deuda baja, antes de que un país logre graduarse del club *B* al *A*. Caer en desgracia (terminar en una categoría más intolerante a la deuda) no es un fenómeno nuevo. Está por verse si tras la última crisis el club A no pierde a algunos miembros.

El principio elemental detrás de estas definiciones y grupos es que los países con un historial de debilidad institucional y, en consecuencia, de impagos recurrentes (reflejados en calificaciones bajas), por lo general corren un mayor riesgo de experimentar "síntomas" de intolerancia a la deuda, ello incluso a niveles relativamente bajos de deuda. Sin embargo, tanto la vulnerabilidad a la deuda por parte del "paciente" como la dosis de deuda intervienen en el riesgo de padecer los síntomas (un impago).

REFLEXIONES EN TORNO A LA INTOLERANCIA A LA DEUDA

El hecho triste, como lo establece nuestra investigación, es que una vez que un país cae en el impago serial, mantiene un alto y persistente nivel de intolerancia a la deuda. Los países pueden, en efecto, llegar a graduarse, pero rara vez el proceso es rápido o sencillo. Sin el impulso de un eje político externo (por ejemplo la Unión Europea para países

como Grecia y Portugal), la recuperación puede tomar décadas, incluso siglos. Al momento de escribir esto, incluso el compromiso estratégico de un eje político externo puede tomarse como un tratamiento experimental promisorio para superar la intolerancia a la deuda, mas no una cura definitiva.

Las implicaciones de la intolerancia a la deuda son sin duda aleccionadoras para los ejercicios de sustentabilidad encaminados a que un país logre hacerse responsable, bajo expectativas razonables de crecimiento y tasas de interés mundial, de su endeudamiento externo. Tales ejercicios son comunes, por ejemplo, para determinar qué tanto debe reducirse una deuda a fin de que un país en problemas pueda cubrir el saldo restante. No prestar atención a la intolerancia a la deuda a menudo significa restarle importancia a la facilidad con la que sacudidas inesperadas pueden producir una pérdida de confianza en el mercado—o falta de voluntad para saldar la deuda—, y, finalmente, un nuevo colapso.

¿Es la intolerancia a la deuda algo que un país puede superar con el tiempo? ¿O, por el contrario, países con estructuras internas débiles, fuente de intolerancia a la deuda, están condenados a seguir una trayectoria de pobre crecimiento y alta volatilidad macroeconómica? Desde cierta perspectiva, la respuesta a la segunda pregunta tiene que ser afirmativa, aunque el acceso restringido a los mercados internacionales de capital suele verse como un síntoma del padecimiento y no como una causa.

Los errores institucionales que hacen a un país intolerante a la deuda constituyen el verdadero impedimento. En esencia, el problema es triple:

- Primero, la literatura moderna sobre crecimiento empírico insiste cada vez más en la importancia que, por encima de las variaciones en el coeficiente capital/trabajo, tienen factores "blandos" como instituciones, corrupción y gobernabilidad al momento de explicar las diferencias que existen entre los ingresos per cápita de varios países.
- Segundo, los métodos cuantitativos sugieren que los beneficios de distribuir los riesgos quizá sean también relativamente modestos para la integración de los mercados de capital. (Por "integración de los mercados de capital" queremos decir la integración *de facto* y *de iure* de los mercados financieros de un país al resto del mundo. Por "los beneficios de distribuir los riesgos" nos referimos a beneficios en términos de una baja volatilidad del consumo.) Tales resultados pertenecen a un mundo idealizado donde no es necesario preocuparse por una injustificada inestabilidad macroeconómica inducida por la política económica, por una pobre regulación bancaria interna, por la corrupción o por políticas que desvían los ingresos hacia una deuda a corto plazo.[11]
- Tercero, existen razones para pensar que los flujos de capital hacia los mercados emergentes están condicionados por ciclos coyunturales (es decir, aumentan cuando la economía marcha bien y decaen cuando ésta entra en recesión). Los flujos coyunturales de capital pueden a su vez reforzar la tendencia en estos países a adoptar políticas macroeconómicas también coyunturales. Que los ingresos de

capital se colapsen durante una recesión tal vez sea la razón principal por la que los mercados emergentes, a diferencia de los países ricos, a menudo se vean obligados a endurecer su política fiscal y monetaria en medio de una recesión, exacerbando así la desaceleración.[12] Puede decirse que un acceso limitado pero estable a los mercados de capital ayuda a incrementar el bienestar en comparación con el patrón de altibajos que observamos con tanta frecuencia. Así, la idea profundamente arraigada de que el crecimiento económico de un mercado emergente se verá obstaculizado si se restringe su acceso a los mercados de deuda ha dejado de ser tan convincente como alguna vez lo fue.

La literatura académica a la que aludimos en realidad no traza una distinción absoluta entre los diversos tipos de flujo de capital—por ejemplo, deuda, acciones e inversión extranjera directa (IED)—o entre deuda a largo plazo *versus* deuda a corto plazo. A los encargados de diseñar la política económica desde luego les preocupa enormemente, y con justa razón, la forma exacta que asumen los flujos de capital a través de las fronteras, sobre todo cuando existe el consenso de que la IED tiene cualidades preferibles a las de la deuda (por ejemplo, tiende a ser menos volátil y a diversificar los beneficios indirectos, entre ellos la transferencia tecnológica).[13] En general somos de la idea de que la inversión accionaria y la IED son hasta cierto punto menos problemáticas que la deuda, aunque lo deseable sería no exagerar este hecho. En la práctica, los tres tipos de flujo de capital suelen mantener un vínculo entre sí (por ejemplo, las firmas extranjeras suelen traer dinero a un país antes de adquirir maquinaria). Más aún, los contratos de derivados pueden borrar la diferencia ente las tres categorías. Incluso la autoridad estadística más diligente puede verse en apuros al intentar separar de manera correcta los diferentes tipos de flujo de capital extranjero (por no mencionar el hecho de que, en caso de duda, algunos países prefieren hacer pasar por IED una inversión particular, creando la apariencia de una menor vulnerabilidad). Sin embargo, dadas estas propiedades, seguimos creyendo que los gobiernos de los países avanzados pueden hacer más para desalentar la excesiva dependencia a deuda riesgosa no indexada en comparación con otros tipos de flujo de capital.[14] Por último, cabe notar que la deuda a corto plazo—normalmente identificada como la más problemática por su capacidad para desatar una crisis de endeudamiento—facilita el comercio de bienes y hasta cierto punto es necesaria, pues permite que agentes privados ejecuten estrategias de cobertura. Por supuesto, resulta plausible afirmar que un país podría gozar de la mayoría de los beneficios de tener acceso a los mercados de capital con un nivel de deuda respecto al PNB relativamente moderado.

En definitiva, la intolerancia a la deuda no tiene por qué ser fatal para el crecimiento y la estabilidad económica, si bien no deja de ser un serio impedimento. Sin embargo, las evidencias que este libro presenta sobre el impago serial sugieren que, para superar la intolerancia a la deuda, los encargados de la política económica deben estar preparados para mantener niveles bajos de deuda por periodos prolongados, al tiempo que emprenden un mayor número de reformas estructurales básicas que garanticen la

capacidad de los países para digerir endeudamientos más altos sin experimentar intolerancia. Esto vale no sólo para la deuda externa, sino además para el problema recurrente de la deuda pública interna. Los encargados de la política económica que enfrentan fuertes presiones en el corto plazo seguirán optando por créditos de alto riesgo, y, por el precio justo, los mercados se los otorgarán. Sin embargo, entender el meollo del problema debería servir al menos como una guía para que los ciudadanos, por no mencionar las instituciones acreedoras internacionales y la comunidad internacional en general, tomen mejores decisiones.

Nos parece que un mejor entendimiento del problema del impago serial de deuda externa es esencial para diseñar mejores políticas económicas nacionales e internacionales en lo que concierne a la prevención y solución de crisis. Aunque se necesita mayor trabajo de investigación, creemos que es posible sostener la tesis de que un número relativamente pequeño de variables, en especial el propio historial de impago e inflación de un país, puede capturar de manera sistemática la intolerancia a la deuda. Los países con intolerancia a la deuda enfrentan umbrales asombrosamente bajos en su endeudamiento externo, y más allá de esos umbrales el riesgo de impago o reestructuración aumenta de forma considerable. Como veremos en el capítulo XI, con el auge del crédito interno a principios de este siglo (fenómeno sobre el que se ofrece nueva información en este libro), los umbrales de deuda externa prácticamente cayeron por debajo incluso de los pobres niveles de la última década del siglo XX. Nuestros primeros resultados indican que los mismos factores que determinan una intolerancia a la deuda externa, por no mencionar otras manifestaciones de intolerancia como la dolarización (el uso *de facto* o *de iure* de una moneda extranjera para realizar transacciones o indexar instrumentos financieros), muy probablemente también afectan de manera significativa la intolerancia a la deuda interna.

En última instancia, mientras que los países intolerantes a la deuda necesitan con urgencia estrategias que lleven su proporción de deuda respecto al PNB a terrenos más seguros, lograrlo no es tan sencillo. Históricamente, los casos en los que un país logró reducir sus altos índices de deuda externa respecto al PNB, ya sea a través de un crecimiento acelerado o por medio de pagos generosos y constantes, han sido de verdad excepcionales.[15] En los mercados emergentes, casi todas las grandes reducciones de deuda externa se han producido por medio de reestructuraciones o impagos. No reconocer las dificultades que supone escapar de una situación de alta intolerancia a la deuda con base tan sólo en el crecimiento y niveles de deuda respecto al PNB ligeramente a la baja, es uno de los errores fundamentales que están detrás de muchos de los cálculos estándar usados por el sector privado y por los analistas oficiales durante las crisis de deuda.

Al momento de escribir esto, varios mercados emergentes están implementando paquetes de estímulos fiscales similares a los de los países avanzados con el fin reactivar sus economías. Nuestro análisis sugiere que, “a la sombra” de la intolerancia a la deuda, tales medidas deben tomarse con cautela, pues déficits cada vez mayores pueden poner a

un país ante la incómoda presencia de umbrales asociados con graves problemas de endeudamiento. Yendo más allá, luego de la más reciente crisis financiera mundial, uno de los grandes desafíos consiste en diseñar estrategias que permitan canalizar capital a los países intolerantes bajo un formato que no esté asociado con deuda, impidiendo así que el ciclo se repita en las próximas décadas.

[1] Más adelante, en el capítulo VIII, con base en nuevos datos históricos sobre deuda pública interna en los mercados emergentes, observaremos que en algunos casos se trata de un factor significativo. Sin embargo, ello no altera de manera sustancial el notable fenómeno del impago serial aquí examinado.

[2] Los datos sobre el nivel de la deuda japonesa respecto al PIB fueron tomados de FMI, *World Economic Outlook*, octubre de 2008.

[3] Siguiendo al Banco Mundial para ciertos fines, hemos dividido a los países en vías de desarrollo según su nivel de ingreso per cápita en dos grandes grupos: países de ingresos medios (con un PNB per cápita superior a 755 dólares en 2005) y países de ingresos bajos. El grupo de los países de ingresos medios está conformado en su gran mayoría (mas no en su totalidad) por las economías emergentes con un importante acceso al financiamiento privado externo. Del mismo modo, en su gran mayoría (mas no en su totalidad) los países de ingresos bajos son aquellos que no tienen acceso a los mercados privados de capital y, por lo tanto, dependen principalmente de fuentes oficiales de financiamiento externo.

[4] Cabe notar que muchos de estos episodios de impago se prolongaron por varios años, como se subraya en el capítulo VIII.

[5] Obsérvese que los cuadros II. 1 y II. 2 miden la suma total de deuda externa bruta, pues los gobiernos deudores tienen una capacidad muy limitada para gravar, y en todo caso confiscar, los activos que ciudadanos privados poseen en el extranjero. Por ejemplo, cuando en 2001 Argentina incumplió en el pago de 95 000 millones de dólares en deuda externa, de acuerdo con algunas estimaciones sus ciudadanos tenían activos en el extranjero por alrededor de 120 000 a 150 000 millones de dólares. Este fenómeno no es del todo inusual y fue la norma en las crisis de deuda de la década de 1980.

[6] Siguiendo un método completamente distinto, un estudio del FMI (2002) sobre sustentabilidad de la deuda propone umbrales de deuda externa para los países en vías de desarrollo (exclu-yendo a los países más pobres y altamente endeudados) que rondan 31-91%, dependiendo de si se incluye o no el financiamiento oficial. Estos resultados (los presentaremos más adelante) sugieren que es muy probable que los umbrales de intolerancia a la deuda para países específicos sean todavía más bajos.

[7] Para los detalles del informe, véase el número de septiembre de 2002 del *Institutional Investor*, así como su página electrónica. Si bien no son definitivas para nuestro análisis aquí, consideramos que las calificaciones emitidas cada seis meses logran capturar el riesgo de un impago a corto plazo en un periodo de uno a dos años.

[8] Con el fin de ofrecer una estimación del posible pago de varios mercados emergentes, podría usarse el precio de la deuda externa de la banca comercial en los mercados secundarios (disponible para el periodo actual desde mediados de los años ochenta). Sin embargo, como parte del Plan Brady, las reestructuraciones de deuda de los años noventa convirtieron buena parte de esa deuda bancaria en deuda en bonos, por lo que sería necesario sustituir los precios del mercado secundario a partir de 1992 por el diferencial del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés), la medida de riesgo más usada en la actualidad. Por otra parte, los indicadores basados en el mercado presentan un grave sesgo en la selección de su muestra: casi todos los países en el EMBI, así como todos los países para los que existe información sobre los precios de deuda secundaria en los años ochenta, tuvieron una historia de problemas crediticios, haciendo del grupo control de países no morosos prácticamente un conjunto vacío.

[9] Para una explicación sumaria de las distintas nociones de deuda usadas a lo largo del libro, véase el glosario sobre deuda (recuadro I.1).

[10] Este procedimiento actualiza la obra de Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a), cuyos umbrales se basan en una muestra más pequeña de países a lo largo del periodo 1979-2002.

[11] Prasad, Rogoff, Wei y Kose (2003) descubrieron que, durante la década de 1990, las economías que *de facto* mantuvieron cierto grado de apertura financiera experimentaron, en promedio, un alza en la volatilidad del consumo en relación con la volatilidad de la producción, lo que contradice la premisa de que la integración de los mercados de capital propaga el riesgo en la producción de cada país. Prasad *et al*. sostienen además que la evidencia empírica global sobre los efectos de la integración de los mercados de capital en el crecimiento arroja, en el mejor de los casos, resultados poco positivos, y en general ninguno.

[12] Sobre este asunto véase Kaminsky, Reinhart y Végh (2004).

[13] Desde luego no fue siempre así. Antes de la década de 1980, varios gobiernos creyeron que permitir la inversión extranjera directa (IED) equivalía a hipotecar su futuro, y, por lo tanto, prefirieron financiar la deuda. Además, varios países terminaron confiscando los negocios extranjeros en aquellos sectores donde la IED tenía una mayor presencia (por ejemplo, en la inversión petrolera y en otros recursos naturales durante las décadas de 1950 y 1960), provocando de nuevo un trauma de gran magnitud. En suma, la IED no debe verse como una panacea frente a un pobre desempeño en términos de crecimiento.

[14] Rogoff (1999) y Bulow y Rogoff (1990) afirman que los sistemas legales de los países acreedores admiten una enmienda, de modo que dejen de dirigir el curso de los flujos de capital hacia la deuda.

[15] En el recuadro V.3 se discuten los temas de la reducción y la reversión de la deuda.

III. UNA BASE GLOBAL DE DATOS SOBRE CRISIS FINANCIERAS CON UNA VISIÓN DE LARGO PLAZO

> Uno pensaría que con al menos 250 episodios de impago externo soberano entre 1800 y 2009, y al menos 68 de deuda pública interna, sería relativamente sencillo encontrar una serie temporal completa, de largo alcance, sobre la deuda del sector público. Sin embargo, no es así. Por el contrario, la deuda pública se encuentra entre las series temporales más elusivas del ámbito económico.

LUEGO de haber definido los diferentes tipos de crisis y ofrecido un análisis preliminar de la vulnerabilidad al impago serial, pasamos ahora al núcleo del libro: el conjunto de datos. Es esta mina de información la que excavamos de diversas maneras con el fin de explicar los hechos. Este capítulo describe a grandes rasgos la extensa base de datos usada en este estudio y evalúa sus principales fuentes, fortalezas y limitaciones. Los apéndices A.1 y A.2 proporcionan mayor información sobre la cobertura y las fuentes de diversas series temporales individuales, por país y periodo. Respectivamente, estos apéndices presentan las series temporales macroeconómicas y los datos sobre deuda pública (que juntos forman el núcleo de nuestro análisis).

El capítulo se organiza como sigue: la primera sección describe la familia de series temporales reunidas a partir de una variedad de fuentes canónicas, casi todas bien conocidas. Entre esas series se encuentran aquellas sobre precios, tipos de cambio en el periodo moderno (y antiguo con base en el valor de los metales), PIB real y exportaciones. Para el periodo más reciente, la información está disponible sobre todo en bases de datos estándar de gran envergadura. Para el periodo antiguo, nos basamos en algunos especialistas individuales o en equipos de especialistas.[1] El siguiente apartado presenta información más heterogénea tanto en las fuentes como en su metodología. Se trata de series sobre finanzas públicas y esfuerzos individuales para construir cuentas nacionales—notablemente PIB real y nominal, sobre todo antes de 1900—. Las dos secciones restantes ofrecen detalles y características inherentes a la construcción de una base de datos sobre deuda pública geográfica y temporalmente plural, así como las diversas manifestaciones y parámetros de una crisis económica. Entre esas manifestaciones se encuentran los impagos de deuda externa e interna, inflación y crisis bancarias, derrumbes monetarios y degradaciones. El proceso de construcción de la base datos sobre deuda pública externa e interna quizá pueda describirse mejor por su semejanza con el trabajo arqueológico más que con el del economista. La compilación de episodios de crisis involucra tanto la aplicación mecánica de principios generales para datar una crisis como el uso de criterios subjetivos para interpretar hechos históricos tal como éstos aparecen descritos en la prensa financiera o por los especialistas en la bibliografía en la que nos hemos basado, la cual abarca más de tres siglos.

Precios, tipos de cambio, degradación monetaria y PIB real

Precios

El objetivo principal de nuestro análisis es documentar la incidencia y magnitud de diversas modalidades de expropiación o impago a lo largo de la historia. Un estudio de esta índole no estaría completo si ignorase el tipo de expropiación asociado con un alza inflacionaria. Con el surgimiento de la moneda fíat (o papel moneda), la inflación se convirtió en la versión moderna de la antigua degradación monetaria, esto es, la reducción sistemática del contenido metálico de una moneda, el método preferido entre los monarcas, antes del desarrollo de la imprenta, para obtener recursos. Para medir la inflación, por lo general nos basamos en el índice de precios al consumidor (IPC) o en su pariente cercano, el índice del costo de vida. Para el periodo moderno, nuestras fuentes estadísticas son sobre todo las bases de datos del Fondo Monetario Internacional: *International Financial Statistics* (*IFS*) y *World Economic Outlook* (*WEO*). En cuanto al periodo anterior a la segunda Guerra Mundial (normalmente a partir de los primeros años del siglo XX o las últimas décadas del siglo XIX), las fuentes claves son Global Financial Data (GFD), los diferentes estudios de Williamson[2] y la Oxford Latin American Economic History Database (OXLAD).[3]

Para los periodos más tempranos dentro de los ocho siglos que cubre nuestro análisis nos hemos basado en el meticuloso trabajo de varios historiadores de la economía, a quienes debemos la reconstrucción a partir de fuentes primarias de los índices de precios para cada producto, casi siempre por ciudad más que por país. En este contexto, los académicos en el proyecto Global Price and Income History Group, de la Universidad de California en Davis, así como sus contrapartes en el Dutch International Institute of Social History, han constituido una invaluable fuente de información sobre precios en Asia y Europa.[4] De nuevo, las referencias completas por autor aparecen en los apéndices y la bibliografía. En el caso de América durante el periodo colonial, *Historical Statistics of the United States* (*HSOUS*, recientemente actualizado) contiene información sobre los Estados Unidos, mientras que el Economic History Data Desk: Economic History of Latin America, the United States and the New World, 1500-1900, a cargo de Richard Garner, cubre las principales ciudades de Latinoamérica.[5]

Metodología empleada para compilar los índices de precios al consumidor

Cuando existe más de un índice de precios para un mismo país, usamos la media simple. Este tratamiento es sumamente útil en aquellos casos en los que existen series de precios para más de una ciudad en un mismo país, como sucede con la información anterior a 1800. Cuando los IPC no se encuentran disponibles, recurrimos al índice de precios al por mayor (IPM) o al índice de precios al productor (IPP) (por ejemplo, China durante el siglo XIX o los Estados Unidos en la década de 1720). En la ausencia de cualquiera de estos índices compuestos, cubrimos las lagunas usando los precios de productos básicos

específicos, en la mayoría de los casos trigo para Europa y arroz para Asia. Reconocemos que el precio de productos individuales (aun si se trata del más importante) es un valor relativo y no el agregado que aquí buscamos. Por lo tanto, si para determinado año al menos tenemos, por un lado, una serie de precios al consumidor (o del costo de vida) y, por el otro, el precio del trigo (o del arroz), no los promediamos, sino que le damos prioridad absoluta al índice compuesto. Por último, a partir de 1980 y hasta la fecha, el *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional supera al resto de las fuentes en virtud de su uniformidad.

Tipos de cambio modernos y antiguos, y degradación monetaria

Desde luego, la depreciación monetaria está al servicio de la inflación. Para el periodo posterior a la segunda Guerra Mundial, nuestras principales fuentes de información sobre tipos de cambio son *International Financial Statistics* (*IFS*) para tipos oficiales, y *Pick's Currency Yearbooks* para tipos basados en el mercado, tal como Reinhart y Rogoff los cuantifican y documentan.[6] En cuanto a los tipos de cambio modernos anteriores a la guerra, las fuentes primarias son GFD, OXLAD, *HSOUS*, y los *Annual Reports* de la Liga de las Naciones. En ocasiones usamos como complemento fuentes académicas sobre países específicos. Éstas aparecen descritas en el apéndice A.1. Menos modernas son los tipos cambiarios de un puñado de monedas europeas para el periodo desde finales del siglo XVII hasta principios del siglo XIX. En este caso la información ha sido tomada de John Castaing y su *Course of Exchange*, publicado dos veces por semana (los martes y los viernes) desde 1698 a lo largo de casi un siglo.[7]

Los antiguos tipos de cambio basados en el contenido de plata se calcularon (como es común) a partir sobre todo de las series temporales de Robert Allen y Richard Unger, quienes construyeron series anuales continuas sobre el contenido en plata de las monedas de varios países europeos. (Para otras fuentes véanse las tablas individuales en los apéndices informativos, donde se enumera a autores particulares.)[8] La serie más antigua, para Italia e Inglaterra, comienza a mediados del siglo XIII. Como se señala en el apéndice A.1.4, estas series son el fundamento para datar y cuantificar las crisis asociadas con una degradación, precursoras de las devaluaciones modernas, tal como se les clasifica y analiza en el capítulo XI.

PIB real

Con el fin de mantener tanta uniformidad como fuera posible para una muestra tan amplia de países a lo largo de casi 200 años, usamos como fuente primaria la información de Angus Maddison, la cual comprende de 1820 a 2003 (dependiendo del país), así como la versión actualizada hasta 2008 de la Total Economy Database (TED) desarrollada por el Groningen Growth and Development Centre.[9] El PIB se calcula con fundamento en la paridad de poder adquisitivo (PPA) durante 1990.[10] La TED incluye, entre otras cosas, series sobre niveles del PIB real, población y PIB per cápita para un total

de 125 países de 1950 a la fecha. Estos países representan alrededor de 96% de la población mundial. Puesto que los países más pequeños y pobres no están en la base de datos, la muestra representa un porcentaje incluso más grande del PIB mundial (99%). Nos hemos abstenido de incorporar al estudio agregados sobre actividad económica real antes de 1800.[11]

A fin de calcular el porcentaje de cada país en el PIB mundial a través de los años, algunas veces hemos tenido que interpolar los datos de Maddison. (Con todo, la información interpolada se usa únicamente para establecer ponderaciones y porcentajes del PIB global, y no para datar o calibrar crisis.) En la mayoría de los países se ofrece el PIB sólo para ciertos años, elegidos como años de referencia (por ejemplo, 1820, 1850 o 1870). La interpolación es de tres tipos, desde la mejor práctica o la más preferida hasta la más rudimentaria. Cuando dispusimos de datos verdaderos sobre el PIB real (sea de fuentes oficiales o de otros académicos) tanto para los periodos no cubiertos por Maddison como para los que ambas series están disponibles, corrimos regresiones auxiliares de las series de Maddison sobre las series disponibles para ese país en particular con el fin de interpolar los datos faltantes. Esto nos permitió establecer una comparación entre los distintos países y obtener el PIB agregado por continente o a escala mundial. Cuando no fue posible contar con otras mediciones del PIB que nos permitieran cubrir los vacíos, usamos las regresiones auxiliares, vinculando así la medida de Maddison a otros indicadores de la actividad económica, tales como el índice de producción o, más a menudo, los ingresos del gobierno central, para los que existen series temporales continuas de largo alcance.[12] En la ausencia de posibles regresores, usamos como último recurso la interpolación a fin de cubrir las lagunas informativas en Maddison, asumiendo una tasa anual constante de crecimiento entre los años de referencia indicados. Aunque este método de interpolación no tiene desde luego utilidad a la luz de un análisis de los patrones cíclicos, aun así proporciona un parámetro razonable sobre el porcentaje del PIB mundial de cada país, pues en términos generales éste no cambia de manera drástica de un año a otro.

Exportaciones

Como es bien sabido, la información sobre exportaciones sufre de problemas crónicos de facturación, pues los exportadores siempre buscarán evadir impuestos, controles de capital y restricciones monetarias.[13] Sin embargo, por lo general las cuentas externas están disponibles para periodos más extensos y de manera más consistente que las cuentas del PIB. A pesar de los problemas asociados con una facturación tramposa, se considera que las cuentas externas son más confiables que la mayoría de las otras series sobre actividad macroeconómica. En este estudio, las series sobre exportaciones para el periodo de la posguerra se tomaron del Fondo Monetario Internacional (FMI). Por su parte, la información sobre periodos anteriores procede principalmente de *GFD* y OXLAD. Las estadísticas oficiales históricas, así como diversos estudios académicos citados en el apéndice A.1, complementan las principales bases de datos. Las balanzas comerciales

proporcionan un parámetro general sobre el ciclo de flujo de capital para cada país, en particular a lo largo del periodo premoderno, para el que no existe información sobre el saldo de la cuenta de capital. Las exportaciones se usan asimismo para medir la magnitud de la deuda, sobre todo externa.

FINANZAS PÚBLICAS Y CUENTAS NACIONALES

Finanzas públicas

La información sobre finanzas públicas se tomó principalmente de Mitchell para el periodo anterior a 1963, y de Kaminsky, Reinhart y Végh, así como de fuentes citadas por éstos, para el periodo más reciente.[14] Las páginas electrónicas de los bancos centrales y ministerios de finanzas de los diversos países en nuestra muestra proporcionan la información más actualizada. En el caso de varios países, sobre todo de Asia y África, las series temporales sobre ingresos y egresos del gobierno central se remontan al periodo colonial. Los detalles particulares de cada país aparecen en el cuadro incluido en el apéndice A.1.7. En prácticamente todos los casos, los datos de Mitchell se remontan al siglo XIX, permitiéndonos calcular la proporción de deuda respecto a los ingresos para un buen número de crisis tempranas.

La European State Finance Database, la cual recoge información proporcionada por diversos autores, representa una excelente fuente para los principales países europeos durante el periodo anterior a 1800, pues ofrece numerosos detalles sobre ingresos y egresos públicos, por no mencionar las abundantes referencias bibliográficas.

Cuentas nacionales

Además de las fuentes clásicas, por ejemplo el FMI, la Organización de las Naciones Unidas y el Banco Mundial, las cuales contienen información sobre cuentas nacionales para el periodo posterior a la segunda Guerra Mundial (con diferentes puntos de partida dependiendo del país), en el caso de los periodos anteriores hemos consultado otras bases de datos multinacionales, entre éstas OXLAD. De manera similar a otras series temporales empleadas en este estudio, las series sobre cuentas nacionales (sobre todo para el periodo que precedió a la primera Guerra Mundial) se basan en el trabajo de muchos especialistas alrededor del mundo, tales como Brahmananda para la India, Yousef para Egipto y Baptista para Venezuela.[15]

LA COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Como se subrayó, no es nada sencillo recabar información sobre deuda pública interna. No es una sorpresa entonces que recabar información sobre impagos de deuda interna sea incluso más problemático. En este volumen catalogamos más de 70 episodios de claro incumplimiento en el pago de deuda interna, todos ellos de principios del siglo XIX. Sin embargo, es probable que incluso esta cifra esté lejos de la realidad.[16]

En cuanto a las economías avanzadas, la información más completa proviene de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la cual ofrece series temporales sobre deuda pública en general a partir de 1980. Sin embargo, estos datos presentan varias limitaciones significativas. Para empezar, comprenden apenas un puñado de mercados emergentes, y en el caso de varias economías avanzadas (Grecia, Finlandia, Francia y el Reino Unido, por citar sólo algunas), la información comienza en realidad hasta la década de 1990. Por lo tanto, la información de la OCDE sobre deuda pública sólo ofrece series para un periodo relativamente breve. Más aún, los informes son únicamente sobre deuda total, sin ofrecer mayores detalles en cuanto a su composición (interna *versus* externa) o vencimiento (largo plazo *versus* corto plazo). Del mismo modo, se necesita un vuelo de la imaginación para asumir que la famosa base de datos del FMI, el *World Economic Outlook*, cubre la deuda pública.[17] De los 180 países tratados en ella, la información sobre deuda pública corresponde únicamente al G-7 y sólo a partir de 1980.

La información más completa al respecto proviene del Banco Mundial y su *Global Development Finance* (*GDF*, antes conocido como *World Debt Tables*). El GDF perfecciona otras bases de datos en tanto que empieza (para casi todos los países) en 1970 y proporciona minuciosos detalles sobre deuda externa. A pesar de todo ello también presenta serias limitaciones. La base de datos deja fuera a todas las economías avanzadas (además de países recientemente industrializados como Israel, Corea o Singapur), haciendo difícil el trabajo comparativo. A diferencia de la información del FMI y el Banco Mundial sobre tipos de cambio, precios, finanzas públicas y otros rubros, la base de datos no presenta estadísticas para el periodo anterior a 1970. Por último, también significativo es el hecho de que la información cubre únicamente deuda externa. En algunos países, por ejemplo Costa de Marfil o Panamá, los datos sobre deuda externa dan suficiente cuenta de los pasivos del gobierno en virtud de que los niveles de deuda interna son relativamente triviales. Sin embargo, como veremos en el capítulo VII, en la mayoría de los países la deuda interna concentra un porcentaje significativo de la deuda total del gobierno. En el periodo que va de 1990 a 2007, el porcentaje promedio para todos los países osciló entre 40 y 80 por ciento.[18]

En busca de la escurridiza información sobre deuda pública total, revisamos los archivos del predecesor de las actuales instituciones globales, la Liga de las Naciones, y descubrimos que su *Statistical Yearbook: 1926-1944* recabó datos, entre otras cosas, sobre deuda pública interna y externa. Aunque ni el FMI ni el Banco Mundial continuaron esta práctica al término de la segunda Guerra Mundial, la entonces recién creada Organización de las Naciones Unidas (ONU) heredó la información recogida por la Liga de las Naciones y, en 1948, su Departamento de Asuntos Económicos la publicó en un volumen especial sobre deuda pública abarcando el periodo 1914-1946. A partir de esta fecha, la ONU siguió reuniendo y publicando anualmente información sobre deuda interna y externa en el mismo formato usado por la Liga de las Naciones antes de la guerra en el *Statistical Yearbook*. La base de datos fue creciendo a medida que las antiguas colonias se convertían en naciones independientes. Esta práctica se mantuvo hasta 1983, cuando

se descontinuaron por completo las series sobre deuda interna y externa. En su conjunto, estas fuentes nos brindan series temporales para el periodo 1914-1973 en los casos mejor documentados. Además, cubren tanto a las economías avanzadas como aquellas en desarrollo. Asimismo, en la mayoría de los casos, separan la deuda interna en sus componentes a largo y corto plazo. Hasta donde sabemos, esta información no está disponible electrónicamente en ninguna base de datos, de ahí que para obtenerla haya sido necesario acudir a las publicaciones originales. Estos datos constituyen el punto de partida de nuestras series sobre deuda pública, las cuales se extienden (donde sea posible) desde 1983 hasta el periodo anterior a 1914.

En cuanto a la información para el periodo anterior a 1914 (incluyendo varios países que entonces eran colonias), consultamos varias fuentes, tanto organismos públicos y de estadísticas especializados en tal o cual país como académicos individuales.[19] El apéndice A.2 presenta los pormenores sobre las fuentes por país y periodo. En aquellos casos para los que no existe disponible información sobre deuda pública antes de 1914, calculamos el monto aproximado de la deuda externa haciendo una reconstrucción a partir de las emisiones individuales de deuda internacional. Esta información sobre obligaciones simples (deuda sin el respaldo de garantías reales o activos) proporciona asimismo una medida aproximada sobre los ingresos brutos de capital internacional. Buena parte de la información proviene de especialistas, entre otros, Miller, Wynne, Lindert y Morton, y Marichal.[20] A partir de estos datos construimos una serie sobre deuda externa (que no obstante no incluye la deuda total).[21] Este procedimiento nos permite examinar los niveles estándar de deuda en los episodios de impago de varias naciones latinoamericanas con una vida independiente reciente, así como el caso de Grecia, e importantes impagos como el de China en 1921 y los de Egipto y Turquía en las décadas de 1860 y 1870. Estos datos son de suma utilidad para cubrir las lagunas en las primeras series temporales sobre deuda, cuando los países accedieron por primera vez a los mercados de capital internacional. Sin embargo, su utilidad (en tanto parámetro de deuda) se ve profundamente afectada por impagos sucesivos, cancelaciones y reestructuraciones en la deuda, eventos que introducen diferencias entre el monto de las emisiones originales y los nuevos importes.[22]

En cuanto a aquellos países (o colonias durante el periodo premoderno) para los que sólo se cuenta con información relativamente reciente sobre deuda pública total, pero datos confiables sobre los ingresos y egresos del gobierno central, hemos calculado y sumado los déficits fiscales obteniendo así un valor aproximado para el monto de la deuda.[23]

Al actualizar la información para el periodo que se inicia en 1983, nos hemos basado sobre todo en los datos del GDF sobre deuda externa, además de algunos estudios recientes valiosos.[24] Por último, igualmente útiles han sido las fuentes oficiales de los propios gobiernos, cuya información sobre deuda interna ha venido apareciendo, sobre todo dentro del *Special Data Dissemination Standard*, publicado en 1996 por el FMI y recogido con notoriedad en su página electrónica.[25]

VARIABLES GLOBALES

Llamamos "globales" a dos tipos de variables. El primer tipo lo conforman las variables cuyo alcance es global por naturaleza, por ejemplo el precio de los productos primarios a escala mundial. El segundo lo conforman indicadores económicos que han sido claves para los centros financieros del mundo durante 1800-2009 y que han tenido un verdadero impacto global (en la época moderna, un buen ejemplo sería el objetivo de tasa de interés fijado por la Reserva Federal de los Estados Unidos). En cuanto a los precios de los productos primarios, contamos con series temporales desde finales del siglo XVIII en cuatro fuentes básicas distintas (véase apéndice A.1). Entre los indicadores económicos clave se encuentran asimismo el déficit en cuenta corriente, el PIB real y nominal, así como las tasas de interés a corto y largo plazo para el centro financiero de la época (el Reino Unido antes de la primera Guerra Mundial y los Estados Unidos desde entonces).

COBERTURA DE PAÍSES

El cuadro III.1 enlista los 66 países de nuestra muestra. Hemos incluido un buen número de economías africanas y asiáticas, a diferencia de estudios previos para el mismo periodo, cuya cobertura habitual es de no más de dos economías para cada uno de estos continentes. En total, nuestro conjunto de datos comprende 13 países africanos, 12 asiáticos, 19 europeos y 18 latinoamericanos, además de Oceanía y Norteamérica. (La muestra excluye a casi todos los países más pobres del mundo, la mayoría de los cuales no tienen acceso significativo a los créditos de los prestadores del sector privado, además de que prácticamente todos han incumplido incluso en el pago de préstamos altamente subsidiados y otorgados directamente de un gobierno a otro.[26] Es éste un asunto de gran relevancia, tema de otro estudio. Lo que aquí en cambio nos interesa son sobre todo los flujos financieros que, al menos en primera instancia, tuvieron un componente significativo de mercado.)

Como lo ilustra la columna final del cuadro III.1, nuestra muestra de 66 países equivale a casi 90% del PIB global. Desde luego, varios de esos países, en especial de Asia y África, han pasado a ser naciones independientes sólo en una época relativamente reciente (véase la segunda columna). Estas naciones no han estado expuestas al riesgo de un impago durante un periodo tan amplio como el de los países de Latinoamérica, por poner un ejemplo; de ahí la necesidad de calibrar nuestras comparaciones entre países.

El cuadro III.1 pone de manifiesto los países de la muestra a los que puede considerárseles "vírgenes", al menos en el sentido limitado de que nunca han cometido un impago definitivo de su deuda externa ni han tenido que reprogramarla siquiera alguna vez. En este renglón sobresale el grupo de países que incluye a las naciones anglófonas de altos ingresos: Australia, Canadá, Nueva Zelanda y los Estados Unidos. (Su madre patria, Inglaterra, incurrió en algunos impagos en el pasado, como ya se señaló.) Tampoco los países escandinavos (Dinamarca, Finlandia, Noruega y Suecia) han

cometido impagos, y lo mismo puede decirse de Bélgica y Holanda. En el caso de Asia, Hong Kong, Corea, Malasia, Singapur, Taiwán y Tailandia han logrado no incumplir en el pago de su deuda externa. Hay que reconocer, sin embargo, que dos de estos países, Corea y Tailandia, se las arreglaron para no cometer un impago sólo gracias a los enormes paquetes de ayuda económica que el FMI les otorgó durante la última crisis de deuda de los años noventa, y aun a pesar de ello vivieron un calvario similar al del típico país moroso. Entre los países asiáticos que no han cometido un impago, sólo Tailandia existía como Estado independiente antes del final de la segunda Guerra Mundial; el resto han estado expuestos a un posible impago sólo por un periodo relativamente corto. Los incumplimientos o reestructuraciones en el pago de la deuda pública interna reducirían significativamente la lista de los países "vírgenes", dejando fuera de la misma, entre otros, a los Estados Unidos. Por ejemplo, la abrogación en 1933 de la "cláusula oro" en los Estados Unidos, lo que significaba que a partir de entonces las deudas públicas debían saldarse en moneda fíat y no en oro, representó una reestructuración de casi toda la deuda interna del gobierno. Por último, un país africano, República de Mauricio, jamásha incumplido ni reestructurado su deuda.

Es significativo que en su conjunto los países no morosos posean historias de crecimiento sumamente exitosas. Esto nos lleva a preguntar: ¿las altas tasas de crecimiento ayudan a prevenir un impago o, por el contrario, la prevención de un impago genera altas tasas de crecimiento? Debe reconocerse que son varios los casos a lo largo de la historia mundial en los que países con un crecimiento acelerado acabaron metiéndose en líos una vez que éste se redujo.

CUADRO III.1. *Porcentaje del PIB mundial para cada país (1913 y 1990)*

Continente y país	*Año de independencia (a partir de 1800)*	*Porcentaje del PIB real mundial (dólar internacional o Geary-Khamis para 1990)*	
		1913	*1990*
África			
Angola	1975	0.00	0.03
Argelia	1962	0.23	0.27
Costa de Marfil	1960	0.00	0.06
Egipto	1831	0.40	0.53
Kenia	1963	0.00	0.10
Marruecos	1956	0.13	0.24
Nigeria	1960	0.00	0.40
República Centroafricana	1960	0.00	0.01
República de Mauricio*	1968	0.00	0.03
Sudáfrica	1910	0.36	0.54
Túnez	1957	0.06	0.10
Zambia	1964	0.00	0.02
Zimbabwe	1965	0.00	0.05
Asia			
China		8.80	7.70
Corea*	1945	0.34	1.38
Filipinas	1947	0.34	0.53
Hong Kong*		n.d.	n.d.
India	1947	7.47	4.05
Indonesia	1949	1.65	1.66

Japón		2.62	8.57
Malasia*	1957	0.10	0.33
Myanmar	1948	0.31	0.11
Singapur*	1965	0.02	0.16
Tailandia*		0.27	0.94
Taiwán*	1949	0.09	0.74
Europa			
Alemania		8.68	4.67
Austria		0.86	0.48
Bélgica*	1830	1.18	0.63
Dinamarca*		0.43	0.35
España		1.52	1.75
Finlandia*	1917	0.23	0.31
Francia		5.29	3.79
Grecia	1829	0.32	0.37
Holanda*		0.91	0.95
Hungría	1918	0.60	0.25
Italia		3.49	3.42
Noruega*	1905	0.22	0.29
Polonia	1918	1.70	0.72
Portugal		0.27	0.40
Reino Unido		8.22	3.49
Rumania	1878	0.80	0.30
Rusia		8.50	4.25
Suecia*		0.64	0.56
Turquía		0.67	1.13

Latinoamérica			
Argentina	1816	1.06	0.78
Bolivia	1825	0.00	0.05
Brasil	1822	0.70	2.74
Chile	1818	0.38	0.31
Colombia	1819	0.23	0.59
Costa Rica	1821	0.00	0.05
Ecuador	1830	0.00	0.15
El Salvador	1821	0.00	0.04
Guatemala	1821	0.00	0.11
Honduras	1821	0.00	0.03
México	1821	0.95	1.91
Nicaragua	1821	0.00	0.02
Panamá	1903	0.00	0.04
Paraguay	1811	0.00	0.05
Perú	1821	0.16	0.24
República Dominicana	1845	0.00	0.06
Uruguay	1811	0.14	0.07
Venezuela	1830	0.12	0.59
Norteamérica			
Canadá*	1867	1.28	1.94
Estados Unidos*		18.93	21.41
Oceanía			
Australia*	1901	0.91	1.07
Nueva Zelanda*	1907	0.21	0.17
Total: 66 países		93.04	89.24

NOTA: El asterisco indica la ausencia de un historial de reprogramación o incumplimiento en el pago de deuda externa soberana. Varios de los países que han evitado el impago externo (por ejemplo, los Estados Unidos) no han logrado escapar, sin embargo, de un incumplimiento o reprogramación en el pago de su deuda interna (véase el capítulo VII).

n.d.: no disponible.

FUENTES: Proyecto Correlates of War (sin fecha); Maddison (2004).

Desde luego, como lo veremos más adelante (en los capítulos XI y XII), un gobierno puede cometer *de facto* un impago parcial de su deuda nominal en bonos simplemente a través de inesperados estallidos inflacionarios. Son muchos los medios que un gobierno tiene a su disposición para incumplir parcialmente en el pago de sus deudas. De hecho, la naturaleza de muchas crisis financieras a lo largo de la historia ha sido producto de las opciones de financiamiento y los tipos de impago al alcance de los gobiernos. Que la

deuda pública pueda servir como denominador común para crisis tan dispares entre sí es algo que quedará mucho más claro una vez que estudiemos los vínculos entre los diversos tipos de crisis en el capítulo XVI.

[1] Las citas exactas aparecen en la bibliografía y en los apéndices informativos.

[2] Véanse los ensayos “regionales” de Williamson (1999, 2000a, 2000b). Éstos proporcionan series temporales para varios países en vías de desarrollo desde mediados del siglo XIX hasta antes de la segunda Guerra Mundial.

[3] Para la OXLAD véase <http://oxlad.qeh.ox.ac.uk/>. Véase asimismo Williamson (1999, 2000a, 2000b).

[4] Véase <http://gpih.ucdavis.edu/ y http://www.iisg.nl/hpw/>. Aunque nuestro análisis de las crisis inflacionarias se inicia en 1500, varias de las series temporales sobre precios comienzan mucho antes.

[5] *HSOUS* aparece citado en las referencias como Carter *et al*. (2006); el Economic History Data Desk de Garner está disponible en <http://home.comcast.net/~richardgarner04/>.

[6] Reinhart y Rogoff (2004).

[7] Véase la European State Finance Database (ESFDB) de Richard Bonney, disponible en <http://www.le.ac.uk/hi/bon/ESFDB/frameset.html>.

[8] La serie temporal de Allen y Unger, “European Commodity Prices 1260-1914”, está disponible en <http://www2.history.ubc.ca/unger/htm_files/new_grain.htm>. Sevket Pamuk ha construido una serie similar para el caso de Turquía hasta la primera Guerra Mundial (véase <http://www.ata.boun.edu.tr/sevket%20pamuk.htm>).

[9] Véase Maddison (2004). La TED está disponible en <http://www.ggdc.net/>

[10] La PPA se calcula usando las ponderaciones de Geary y Khamis. El dólar Geary-Khamis, también conocido como dólar internacional, es una unidad monetaria hipotética que tiene el mismo poder adquisitivo que en un momento dado llegó a tener el dólar en los Estados Unidos. El año 1990 es usado como año de referencia para comparaciones a lo largo del tiempo. El dólar Geary-Khamis muestra cuánto vale una moneda en un país. Se usa para establecer comparaciones tanto entre diferentes países como a lo largo del tiempo.

[11] Hay excepciones. Están, por ejemplo, las cuidadosas estimaciones de Rodney Edvinsson para Suecia de 1720 a 2000, o las de *HSOUS* para los Estados Unidos a partir de 1790, esenciales para un análisis de los ciclos económicos tempranos y su relación con las crisis.

[12] Es bien sabido que las ganancias están íntimamente ligadas al ciclo económico.

[13] Véanse, por ejemplo, las estimaciones en el material que subyace a Reinhart y Rogoff (2004), disponibles en la página electrónica de los autores.

[14] Véanse Mitchell (2003a, 2003b) y Kaminsky, Reinhart y Végh (2004).

[15] Véanse Brahmananda (2001), Yousef (2002) y Baptista (2006).

[16] Estas cifras representan un tope inferior, pues no incluyen los muchos impagos soberanos anteriores a 1800 y, en el caso de impagos de deuda interna, lo que puede apreciarse es apenas la punta del iceberg. Véase Reinhart y Rogoff (2008c).

[17] La descripción fue tomada de la página electrónica del FMI: <http://www.imf.org/external/data.htm>: “Download time series data for GDP growth, inflation, unemployment, payment balances, exports, imports, external debt, capital flows, commodity prices, more”.

[18] En el caso de algunos países, por ejemplo Holanda, Singapur y los Estados Unidos, prácticamente toda la deuda pública es interna.

[19] En el caso de Australia, Ghana, la India, Corea y Sudáfrica, entre otros países, hemos agrupado los datos sobre deuda para buena parte del periodo colonial.

[20] Véanse Miller (1926), Wynne (1951), Lindert y Morton (1989) y Marichal (1989).

[21] Flandreau y Zumer (2004) representa una importante fuente de información para Europa entre 1880 y 1913.

[22] Incluso bajo estas circunstancias, la información sigue siendo un parámetro útil sobre el flujo bruto de capital; la muestra anterior comprendía relativamente poco endeudamiento privado externo o créditos bancarios.

[23] Este procedimiento fue muy útil, por ejemplo, en el caso de Indonesia antes de 1972.

[24] Jeanne y Guscina (2006) compilaron información pormenorizada sobre la composición de la deuda interna y externa de 19 importantes mercados emergentes durante el periodo 1980-2005; Cowan *et al*. (2006) realizó un procedimiento similar para todos los países en vías de desarrollo del hemisferio occidental durante el periodo

1980-2004. Para un primer intento de calcular la deuda pública interna en los mercados emergentes, véase Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a).

[25] <http://www.imf.org/>.

[26] El hecho de que algunos de los países más pobres del mundo con frecuencia no puedan saldar las deudas contraídas con prestamistas oficiales no puede ser tomado como una crisis financiera en el sentido convencional de la palabra, pues muy a pesar de ello a menudo los mismos prestamistas les siguen ofreciendo apoyo. Para una reflexión sobre el tema de si los bancos multilaterales de desarrollo funcionarían mejor como organismos de asistencia inmediata, véase Bulow y Rogoff (2005).

SEGUNDA PARTE

CRISIS DE DEUDA EXTERNA SOBERANA

La mayoría de los países en todos los continentes han pasado por una fase prolongada de impago serial sobre su deuda contraída con acreedores extranjeros.

IV. DIGRESIÓN SOBRE LOS FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LAS CRISIS DE DEUDA

ESTE libro narra cientos de episodios en los que naciones soberanas incumplieron en el pago de deuda contraída con acreedores externos. Estas “crisis de deuda” van desde los préstamos que a mediados del siglo XIV hicieran banqueros florentinos a Eduardo III de Inglaterra hasta los gigantescos créditos que en la década de 1970 otorgaron principalmente banqueros neoyorquinos a los países de Latinoamérica.

¿Por qué con tanta frecuencia los países se quedan aparentemente sin dinero? ¿En realidad sucede así? Walter Wriston, presidente de Citibank durante 1967-1984, es famoso por haber afirmado que “los países nunca se van a la quiebra”. Pronunciado unos años antes de la gran oleada de impagos soberanos de la década de 1980, el comentario de Wriston parece ingenuo visto en retrospectiva. Después de todo, él era la cabeza de un banco que había invertido grandes cantidades de dinero en toda Latinoamérica. Sin embargo, en cierto sentido, el presidente de Citibank tenía la razón. Los países no se van a la quiebra del modo en que puede sucederle a una compañía o empresa. Para empezar, por lo general los países no quiebran de manera definitiva, y, en segundo lugar, su morosidad es casi siempre el resultado de un complejo análisis costo-beneficio en el que intervienen argumentos políticos y sociales, no sólo económicos y financieros. Buena parte de los impagos soberanos se da mucho antes de que una nación realmente se quede sin recursos.

En casi todos los casos, con gran dolor y sufrimiento, los países deudores logran saldar el monto de la deuda contraída con acreedores extranjeros. Dónde trazar una línea, he aquí el dilema al que se enfrentan la mayoría de los gobiernos. La decisión no es siempre puramente racional. Obcecado, el dictador rumano Nikolai Ceaucescu insistía en pagar en el lapso de unos cuantos años la deuda de 9 000 millones de dólares que su pobre nación había contraído con bancos extranjeros durante la crisis de deuda de la década de 1980. La población fue obligada a pasar crudos inviernos con poca o nada de calefacción, y las fábricas tuvieron que reducir su producción debido al limitado suministro de electricidad.

Muy pocos gobernantes modernos habrían estado de acuerdo con las prioridades de Ceaucescu. Las decisiones del dictador rumano resultan especialmente incomprensibles dado que el país al parecer pudo haber renegociado su deuda, tal como al final de cuentas lograron hacerlo la mayoría de los países en vías de desarrollo durante la crisis de los años ochenta. Asimismo, la norma dicta que un país deudor no debería deshacerse de sus exclusivos tesoros nacionales a fin de saldar deudas. Durante la crisis financiera rusa de 1998, a nadie le pasó jamás por la mente la posibilidad de que Moscú pudiera deshacerse de la colección del museo Hermitage simplemente para apaciguar a sus

acreedores occidentales.[1]

El hecho de que los prestamistas dependan de la voluntad de una nación para pagar, y no sólo de su capacidad para hacerlo, significa que la bancarrota soberana es una criatura muy distinta en comparación con la bancarrota empresarial. Cuando una empresa o un individuo se va a la quiebra, los acreedores cuentan con derechos muy precisos que por lo general les permiten hacerse de varios de los activos del deudor e imponer un gravamen sobre una proporción de sus ingresos futuros. En una bancarrota soberana, en teoría quizá los acreedores puedan hacer lo mismo, pero en la práctica su poder para lograrlo es muy limitado.

Este capítulo proporciona un marco analítico que permite pensar más a fondo en los fundamentos de los mercados de deuda internacional. Nuestro propósito no es ofrecer un estudio completo de la extensa literatura sobre el tema, sino una revisión general de los principales problemas.[2] El lector cuyo interés sea más bien comprender la experiencia histórica quizá prefiera saltarse el capítulo. Sin embargo, en cierto sentido el presente análisis constituye la esencia de todo lo que sigue. ¿Cómo es que los acreedores extranjeros pueden confiar en que los países de algún modo saldarán su deuda, en especial cuando han sido timados varias veces en el pasado? ¿Por qué los residentes de un país con un mercado emergente habrían de confiar su dinero a los bancos o a la moneda local cuando se les ha engañado también tantas veces? ¿Por qué se producen explosiones de inflación global en ciertas ocasiones (por ejemplo, a principios de los años noventa, cuando 45 países tuvieron tasas de inflación por encima de 20%) y no en otras (por ejemplo, a principios de la década pasada, cuando sólo un par de países tuvieron tasas tan altas?)

Preguntas como éstas, motivo de intensos debates entre los economistas, no son fáciles de resolver. No pretendemos ofrecer respuestas definitivas: los problemas sociales, políticos y económicos que subyacen a un impago son simplemente demasiado complejos. Si las futuras generaciones de investigadores logran resolver tales dilemas, tal vez el contenido de este libro deje de ser relevante mientras el mundo se dispone a entrar por fin a una era donde sea posible afirmar: "Esta vez de verdad *es* distinto". Sin embargo, la historia posee incontables ejemplos de personalidades que celebraron una victoria prematura sobre tan espinosos asuntos.

Para comenzar, nos centraremos en lo que quizá sea la "imperfección" más importante de los mercados de capital internacional: la falta de un marco legal supranacional que obligue el cumplimiento de los contratos de deuda a través de las fronteras. Ésta es una forma abstracta de decir que si el gobierno de Argentina (país que ostenta un impresionante historial de impago serial) obtiene dinero de un banco estadunidense y luego deja de pagar, son limitadas las opciones que el banco tiene para hacer cumplir sus demandas de manera directa. Con el fin de concentrarnos en la dimensión internacional del problema, ignoraremos por lo pronto divisiones políticas y económicas en el interior del país deudor y trataremos a éste como un agente unificado. Por lo tanto, ignoraremos la deuda pública interna (la deuda que el gobierno contrae con

sus propios ciudadanos o con bancos locales).

A quienes no están familiarizados con la creación de modelos económicos quizá les parezca extraña la decisión de tomar al gobierno y su población como un único agente. Son sin duda muchos los países que pueden tener gobiernos cleptocráticos y corruptos, cuyas políticas nacionales las dicta una élite y no el ciudadano común. De hecho, la falta de integración política puede ser uno de los motores principales de un impago soberano o de una crisis financiera. No es una sorpresa que la crisis hipotecaria de los Estados Unidos empeorase tanto en la antesala de las elecciones de 2008. Es normal que la adopción de posturas preelectorales y la incertidumbre poselectoral exacerben la necesidad de desarrollar políticas coherentes y creíbles como respuesta. La gran crisis financiera de Brasil en 2002 en buena medida tuvo su origen en las preocupaciones de los inversionistas por un giro en el gobierno centralista del entonces presidente Fernando Henrique Cardoso hacia las políticas más populistas del líder opositor Luiz Inácio "Lula" da Silva. Lo irónico es, desde luego, que la administración macroeconómica del triunfador de izquierda resultó ser más conservadora de lo que los inversionistas habían temido, o, tal vez, de lo que algunos de sus partidarios habían imaginado.

PRÉSTAMO SOBERANO

Si el lector tiene alguna duda de que la voluntad para pagar, más que la capacidad para hacerlo, acaba por ser la causa principal de la morosidad de un país, basta con echar un vistazo al cuadro II.2. Ahí se muestra que más de la mitad de los impagos cometidos por países con ingresos medios han ocurrido a niveles de deuda externa respecto al PIB por debajo de 60%, cuando, bajo circunstancias normales, mantener un nivel constante de deuda respecto al PIB, capacidad por lo general vista como un indicador importante de sustentabilidad, requeriría el pago de los intereses reales de un pequeño porcentaje de los ingresos. Desde luego, expresados como un porcentaje de las exportaciones o de los ingresos de un gobierno, los pagos serían varias veces más grandes, como lo mostraremos más adelante. Sin embargo, aun así, en la mayoría de los casos, excepto durante una guerra, sería posible llegar a un acuerdo a largo plazo, en especial si el país en su conjunto mostrase un sincero compromiso por incrementar de manera gradual sus exportaciones hasta alcanzar con el tiempo un nivel conmensurable con el pago total.

La importancia de la voluntad para pagar, más que la capacidad para hacerlo, es también evidente al volver la mirada al pasado, a los créditos internacionales de los siglos XVI, XVII y XVIII (lo que llamamos el periodo antiguo o premoderno del impago). En ese entonces, naciones como Francia y España, con sus poderosos ejércitos, eran los principales países deudores. Difícilmente los inversionistas extranjeros hubieran podido aspirar a recuperar su dinero por la fuerza. Como Michael Tomz nos recuerda, durante el periodo colonial del siglo XIX a menudo las superpotencias intervenían a fin de asegurar el cumplimiento de los contratos de deuda.[3] De manera sistemática, Gran Bretaña amenazaba e incluso ocupaba aquellos países que habían incumplido en el pago de deudas externas (invadió, por ejemplo, Egipto en 1882 y Estambul tras el impago turco

de 1876). De modo similar, la política internacional estadunidense de los "buques cañoneros" en Venezuela, emprendida a mediados de la década de 1890, en alguna medida estuvo motivada por preocupaciones en torno al pago de deuda. Asimismo, la legitimidad de la ocupación estadounidense en Haití a principios de 1915 descansó en la necesidad de cobrar una deuda. (En este mismo tenor, el recuadro V.2 explica el modo en que los problemas de endeudamiento provocaron una pérdida de soberanía en la provincia independiente de Terranova.) En la época moderna, sin embargo, la idea de recurrir a una política internacional de "buques cañoneros" para cobrar deudas parece descabellada (en la mayoría de los casos). Un simple análisis costo-beneficio no justifica tal empresa, con sus enormes riesgos y altos costos, en especial cuando el endeudamiento suele estar diversificado a través de Europa, Japón y los Estados Unidos, reduciendo todavía más los motivos de un país para echar mano de su fuerza militar.

¿Con qué garrotes y zanahorias, como ilustra el popular símil, puede entonces un acreedor extranjero tener control sobre los gobiernos deudores? En un artículo clásico, Jonathan Eaton y Mark Gersovitz plantearon por primera vez esta pregunta de manera formal. Ellos argumentaban que en un mundo incierto y cambiante los países obtienen enormes beneficios al acceder a los mercados de capital internacional.[4] En épocas anteriores, el acceso a los mercados de capital permitía que los países obtuvieran alimento cuando las cosechas eran excepcionalmente malas. En nuestros tiempos, los países pueden usar esos créditos para enfrentar una recesión económica o para emprender proyectos de infraestructura altamente productivos.

Eaton y Gersovitz sostenían además que el beneficio de un acceso permanente a los mercados de capital induce a los gobiernos a mantener pagos de deuda sin un sistema legal que los obligue a tener una actitud más cooperativa. Su análisis se basaba en la conjetura de que los gobiernos necesitaban preocuparse por su "reputación" como prestatarios internacionales. Si incumplir en el pago de una deuda dañara la reputación de los países, no lo harían tan fácilmente. El acercamiento de Eaton y Gersovitz resulta atractivo para los economistas teóricos, sobre todo porque hasta cierto punto no presupone institución alguna (es decir, la teoría es "pura", pues no depende de los aspectos particulares de un gobierno, tales como sus estructuras legales y políticas). En principio, la teoría es capaz de explicar endeudamientos soberanos tanto en la Edad Media como en la actualidad. Cabe notar que el argumento no apunta simplemente a que los países salden sus deudas en el presente a fin de obtener más en el futuro. Si tal fuera el caso, el crédito internacional sería un ardid conforme al modelo Ponzi con niveles explosivos de deuda.[5]

El acercamiento basado en la reputación presenta pues algunos problemas sutiles. Si el edificio entero del crédito internacional descansara únicamente en la reputación, los mercados crediticios podrían volverse aún más frágiles de lo que ya son. Sin duda los banqueros italianos del siglo XIV estaban conscientes de que Eduardo III de Inglaterra podía morir en la batalla o a causa de alguna enfermedad. ¿Qué habría sido de sus préstamos si el sucesor de Eduardo hubiese tenido metas y aspiraciones muy distintas? Si

Eduardo hubiera logrado conquistar Francia, ¿qué necesidad habría tenido de prestamistas en el futuro?[6] Si las instituciones realmente no importan, ¿por qué entonces, a lo largo de buena parte de la historia, la deuda externa de los mercados emergentes ha sido denominada en divisas extranjeras y pactada de modo que se rija por la legislación extranjera?

Bulow y Rogoff formularon otro importante dilema alrededor de la idea de que las instituciones y los mecanismos legales internacionales carecen de relevancia en el otorgamiento de créditos a los países.[7] Estos últimos pueden, en efecto, estar dispuestos a saldar sus deudas con el fin de mantener su derecho a obtener préstamos en el futuro. Sin embargo, en algún momento el endeudamiento de Inglaterra habría llegado a un nivel en el que el monto previsto de los pagos sobre la deuda en curso sería superior a cualquier empréstito futuro. En algún momento, todos los países necesariamente alcanzan su tope de deuda. ¿Por qué Eduardo III (o su sucesor) no habría simplemente declarado sin efecto la deuda contraída con Italia? Así Inglaterra podría haber usado un pago que de otro modo *quizá* hubiera hecho a sus banqueros para crear reservas de oro a las cuales recurrir en caso de un déficit financiero en el futuro.

Por lo tanto, el acercamiento basado en la reputación necesita cierto rigor. Bulow y Rogoff afirman que en la época actual las complejas estrategias de inversión (por ejemplo, las que emplean los mercados de valores extranjeros) podrían brindar una protección tan buena, o casi tan buena, contra la morosidad como cualquier posible flujo de crédito extranjero. En otra obra, Bulow y Rogoff sostienen que en vez de basarse tan sólo en la reputación, el pago de un buen número de empréstitos extranjeros, en especial por parte de los mercados emergentes, podría asegurarse por medio de los derechos legales de los acreedores en el país de los propios deudores.[8] Si un país quisiera recurrir a un fondo de autoseguro, varias de las inversiones que tendría que realizar supondrían compras en el extranjero. Los acreedores tal vez no podrían embargar activos directamente en el país deudor, pero, armados con suficientes derechos legales, bien podrían embargar los activos del deudor en el extranjero, en particular en el país del propio acreedor, aunque potencialmente también en otros países con sistemas legales bien desarrollados. Desde luego, el derecho a embargar activos en el exterior dificultaría además que un país moroso obtuviera créditos de otros prestamistas extranjeros. Si un país incumple en sus pagos al banco extranjero *A* y luego trata de obtener un préstamo del banco extranjero *B*, éste tendrá motivos para preocuparse de que el banco *A* quiera obligar a dicho país a que pague su primera deuda cuando llegue el momento de saldar la segunda. Desde esta perspectiva no existe una diferencia tan grande entre el acercamiento legal y el basado en la reputación, aunque la semejanza puede resultar significativa cuando se trata de políticas encaminadas a diseñar y poner en operación el sistema financiero internacional. Por ejemplo, instaurar un tribunal internacional de quiebras en sustitución de los tribunales internos puede carecer de cualquier relevancia si en última instancia los derechos legales tienen tan pocas repercusiones.

El acento en los derechos legales pone asimismo de manifiesto algunos otros costos,

no sólo quedar excluido de préstamos futuros. Si un gobierno planea incumplir en el pago de su deuda internacional debe asimismo considerar la posible afectación a sus transacciones comerciales, toda vez que tendrá que modificar las rutas de sus productos y financiamiento con el fin de eludir a sus acreedores. Durante el siglo XIV Inglaterra dependía de la venta de lana a los tejedores italianos, mientras que Italia controlaba el mercado de especias, las mismas que Inglaterra deseaba importar. Cometer un impago implicaba obstaculizar el intercambio comercial con y a través de Italia en el futuro, y con toda certeza los costos habrían sido altos. Hoy en día, el vínculo entre el comercio y las finanzas es todavía más estrecho. Por ejemplo, la mayoría de las transacciones comerciales, sean éstas nacionales o internacionales, dependen enormemente de créditos bancarios a muy corto plazo para financiar las mercaderías durante el envío y hasta antes de ser entregadas al destinatario. Si un país incumple en el pago de grandes créditos a largo plazo, los bancos acreedores pueden ejercer una presión considerable contra cualquier entidad que intente financiar los créditos comerciales. Hasta cierto punto los países pueden lidiar con este problema recurriendo a sus reservas de divisas con objeto de financiar sus transacciones comerciales. Sin embargo, por lo general los gobiernos no están bien preparados para monitorear los préstamos comerciales a nivel microeconómico, y puede no serles tan sencillo obtener de los bancos ese conocimiento a cambio de sus propias habilidades. Por último, los acreedores tienen además la opción de hacer cumplir en los tribunales de su propio país demandas que potencialmente les permitan incautar mercancías (o activos) del país moroso apenas crucen por sus fronteras. Bulow y Rogoff sostienen que, en la práctica, acreedores y deudores casi siempre negocian un impago parcial, de modo que tales embargos en realidad ocurren muy de vez en cuando.

En cierto sentido, ni el modelo basado en la reputación de Eaton y Gersovitz ni el institucional de Bulow y Rogoff parecen lo suficientemente adecuados para explicar el alcance y el tamaño del crédito internacional o la variedad de medidas que los acreedores hacen valer en situaciones reales de impago. El comercio depende no sólo de convenciones legales sino además de resistencia política a conflictos arancelarios, así como de un amplio intercambio de personas e información que garantice el crecimiento y el desarrollo de un negocio.

De hecho, mientras que la reputación (concebida según los estrechos criterios de Eaton y Gersovitz) de un país para saldar sus deudas puede tener un poder limitado de atracción, su relevancia puede ser mucho mayor a la luz de criterios más amplios, entre éstos, por ejemplo, el hecho de que un socio sea confiable en las relaciones internacionales.[9] Un impago puede trastocar la delicada balanza de los acuerdos y las alianzas en materia de seguridad nacional, y la mayoría de los países suelen tener necesidades y problemas importantes.

Además de los préstamos, también la inversión extranjera directa (IED) (por ejemplo, cuando una compañía extranjera construye una planta en un mercado emergente) puede tener un impacto significativo en el desarrollo. Si una compañía extranjera desea invertir

en un país moroso tendrá razones para preocuparse de que su planta y equipo puedan ser incautados (fenómeno conspicuo durante las décadas 1960 y 1970; como ejemplo pueden citarse el embargo que Chile hizo de sus minas de cobre a compañías estadunidenses en 1977 o la nacionalización de los bienes de las compañías petroleras extranjeras que a principios de la década de 1970 emprendieron los países miembros de la OPEP). No pagar una deuda sin duda tendrá un efecto negativo sobre la IED, de tal suerte que el país deudor no sólo perderá flujos de capital sino asimismo la transferencia de conocimiento que, de acuerdo con los economistas especializados en comercio, casi siempre acompaña a la IED.[10]

En suma, los economistas pueden formular argumentos para explicar por qué los países logran obtener créditos extranjeros a pesar de los limitados derechos de los acreedores. Sin embargo, los argumentos son asombrosamente complejos, lo que sugiere que niveles sustentables de deuda también pueden ser frágiles. Dudas sobre acceso a los mercados de capital en el futuro, estabilidad comercial y tal vez relaciones internacionales más amplias, todo esto apoya los flujos de deuda, con sus respectivas tendencias y prioridades según los factores específicos para cada situación. Dicho de otro modo, aun cuando los prestamistas no pueden ir directamente y embargar activos, tal como sucede en un impago interno convencional, a pesar de ello cuentan con el poder suficiente para convencer a un país de que salde sus deudas, al menos las más modestas. Podemos desechar, entonces, la extendida creencia de que los países pagan sus deudas a fin de obtener más créditos en el futuro. El crédito internacional no puede fundamentarse en artilugios a la Ponzi; tarde o temprano éstos siempre se vendrán abajo.

¿Cuál es la relación entre el poder limitado de los acreedores extranjeros y la fragilidad de la confianza subrayada en el preámbulo? Sin entrar en muchos detalles, es sencillo imaginar que varios de los modelos y esquemas a los que hemos venido haciendo alusión producen equilibrios altamente frágiles, en el sentido de que con frecuencia los resultados pueden ser muy sensibles a pequeños cambios en las expectativas. Esta fragilidad está presente en varios modelos, pero es mucho más tangible en aquellos casos en los que gobiernos con un fuerte endeudamiento necesitan refinanciar constantemente sus financiamientos a corto plazo, tema que veremos a continuación.

ILIQUIDEZ *VERSUS* INSOLVENCIA

Ya hemos subrayado la importante diferencia que hay entre voluntad y capacidad para pagar. También importante es la diferencia que hay entre un país que enfrenta un problema de financiamiento a corto plazo y uno que no tiene la voluntad ni la capacidad para saldar sus deudas de manera indefinida. En la literatura especializada suele describirse esa distinción como la diferencia entre *iliquidez* e *insolvencia*. Desde luego, el lector comprenderá ahora que la analogía literal entre la deuda de un país y la de una empresa es sumamente engañosa. Cuando una empresa se va a la quiebra puede ser que simplemente no tenga cómo saldar la totalidad de sus deudas para seguir funcionando. En cambio, un país moroso por lo general ha tomado la decisión estratégica de que, dado el

sacrificio que supone hacerlo, en realidad no vale la pena pagar (por completo).

Es común que los gobiernos obtengan créditos internacionales, ya sea a plazos relativamente cortos (de uno a tres años) o a plazos más largos, y a tasas de interés vinculadas a la deuda internacional a corto plazo. Que los créditos suelan otorgarse a plazos relativamente cortos es todo un tema por sí solo. Por ejemplo, Diamond y Rajan sostienen que los prestamistas buscan tener la manera de poder disciplinar a los deudores que "se conducen mal" (es decir, que dejan de invertir recursos), incrementando de ese modo la probabilidad de que la deuda quedará saldada en el futuro.[11] Jeanne afirma que, puesto que los empréstitos a corto plazo aumentan el riesgo de una crisis financiera (cuando la deuda no puede refinanciarse), los países son obligados a seguir políticas más estrictas, mejorando el desempeño económico tanto para el deudor como para el acreedor.[12] Por estas y otras razones parecidas, los créditos a corto plazo suelen tener una tasa de interés significativamente más baja que los créditos a largo plazo. Argumentos similares se han formulado acerca de los créditos en divisas extranjeras.

En cualquier caso, cuando un país obtiene un crédito a corto plazo, no sólo tiene que financiar el pago de intereses (ya sea a través de sus propios recursos o por medio de nuevos créditos), sino que debe además refinanciar de manera periódica el importe principal. Existe una crisis de liquidez cuando un país con voluntad y capacidad para pagar sus deudas en el largo plazo se ve temporalmente incapacitado para refinanciarlas. Esta situación contrasta con lo que de manera informal a veces recibe el nombre de problema de *insolvencia*, es decir, cuando se considera que un país no tiene voluntad o capacidad para saldar sus deudas en el largo plazo. Cuando un país en realidad enfrenta tan sólo una crisis de liquidez, un tercero (por ejemplo, una organización de crédito multilateral como el FMI) puede, en teoría, otorgar un préstamo puente a corto plazo, libre de cualquier riesgo, que mantendrá de pie al país deudor, evitando que incumpla en sus pagos. De hecho, si los acreedores tuvieran la certeza absoluta de que un país tiene toda la intención de saldar sus deudas en el largo plazo, éste difícilmente volvería a meterse de nuevo en un problema de liquidez a corto plazo.

Sachs hace una salvedad importante.[13] Supóngase que el dinero que un país obtiene en préstamo proviene de un poderoso grupo de prestamistas, cada uno de los cuales es pequeño por sí solo. Quizá todos ellos coincidan en el interés por refinanciar la deuda a corto plazo. Sin embargo, también pueden llegar a un acuerdo si todos se niegan a refinanciar la deuda, en cuyo caso el país deudor se verá obligado a cometer un impago. Si ningún prestamista puede aportar dinero suficiente para que el país cumpla con sus pagos, puede darse tanto un equilibrio "moroso" como uno "no moroso". El caso que Sachs presenta ejemplifica a la perfección el tema de la fragilidad financiera así como la vulnerabilidad de los deudores al síndrome de "esta vez es distinto". Todo puede marchar sobre ruedas para aquel prestatario cuyos acreedores mantienen la confianza, pero si por alguna razón (tal vez ajena) ésta se pierde, entonces el préstamo se colapsará y ningún acreedor tendrá el poder o la disposición para prevenirlo.

Hemos ilustrado antes, en el preámbulo como parte de los pánicos bancarios, y lo

haremos de nuevo desde otras perspectivas, el concepto de iliquidez *versus* insolvencia. Técnicamente hablando, a veces los países pueden estar expuestos a "equilibrios múltiples", y esto significa que la diferencia entre el país que incumple y el que no lo hace puede llegar a ser muy pequeña. Para una determinada estructura de deuda y asumiendo que todos los actores buscan su propio beneficio, puede haber resultados muy diferentes dependiendo de las expectativas y la confianza.

Los académicos han desarrollado muchos ejemplos concretos de situaciones en las que el impago puede producirse como resultado de una momentánea mala impresión que lleva a un país de un equilibrio "no moroso" a uno "moroso".[14] La posible existencia de equilibrios múltiples y el hecho de que los inversionistas pueden llegar a mostrar temor por un país son aspectos que también pueden ser decisivos para comprender por qué los gobiernos de los países acreedores y las instituciones internacionales intervienen en las crisis de crédito soberano. El peligro, por supuesto, es que no siempre es sencillo distinguir entre un impago que era inevitable (en el sentido de que un país está tan fuertemente endeudado y su administración es tan deficiente que es fácil forzarlo a cometer el impago), y uno que no lo era (en el sentido de que un país es sólido en términos generales pero está teniendo algunas dificultades para transmitir confianza debido a un problema de liquidez pasajero y fácil de resolver). En medio de una crisis resulta demasiado tentador para potenciales rescatistas (en la actualidad sobre todo prestamistas multilaterales como el FMI) convencerse de que se trata de un problema de confianza que puede resolverse con créditos puente a corto plazo, cuando en realidad se están enfrentando a una crisis de solvencia y voluntad para pagar mucho más profunda.

IMPAGO PARCIAL Y REPROGRAMACIÓN

Hasta ahora de algún modo hemos omitido precisar en qué consiste exactamente un impago. En la práctica, la mayoría de los impagos terminan siendo parciales, no completos, si bien algunas veces sólo después de largas negociaciones y muchas fricciones. Es posible que los acreedores no cuenten con el apoyo (de una fuente cualquiera) para hacer cumplir el pago completo de una deuda, sin embargo, suelen tener el poder suficiente para recuperar por lo menos algo, a menudo una parte significativa de lo que se les debe. Incluso los casos más famosos de impago han terminado casi siempre en un pago parcial, si bien con frecuencia bastante pequeño y varias décadas después. En 1918, el gobierno bolchevique se negó a pagar las deudas zaristas, pero 69 años más tarde, cuando Rusia finalmente reingresó a los mercados de deuda, tuvo que negociar un pago simbólico sobre su deuda atrasada.

En la mayoría de los casos, sin embargo, el pago parcial es considerable y no simbólico. Al parecer, la cantidad a pagar se determina según los complejos criterios costo-beneficio que hemos venido discutiendo. Precisamente porque el pago parcial suele ser el resultado de largas y polémicas negociaciones, no es raro que los espectadores interesados acaben también involucrados. Por ejemplo, Bulow y Rogoff muestran cómo bien intencionados terceros, por ejemplo instituciones como el FMI o los gobiernos de los

países acreedores, pueden sentirse persuadidos a realizar pagos secundarios que faciliten un acuerdo, a la manera, por ejemplo, en que un agente de bienes raíces puede eliminar su comisión con tal de vender una casa.[15] Los países deudores y sus acreedores pueden echar mano de su poder de negociación frente a instancias externas cuando las negociaciones fallidas afectan las relaciones comerciales y provocan problemas mayores en el sistema financiero global, por ejemplo un contagio a otros países deudores.[16] Como hemos señalado, la creación del FMI a partir de la segunda Guerra Mundial coincide con episodios más cortos pero más frecuentes de impago soberano. Este fenómeno concuerda plenamente con la idea de que los episodios de impago ocurren con mayor frecuencia de lo que deberían, pues tanto prestamistas como prestatarios saben que en caso de una emergencia siempre contarán con los subsidios del FMI o de los gobiernos de los países acreedores. (En algunas obras recientes, esta apuesta a la que se ven inducidos terceros acaudalados es llamada el *riesgo moral* del crédito internacional.)

La perspectiva basada en el poder para negociar un impago soberano sirve también para explicar por qué, además de los impagos (parciales o completos), hemos incluido la "reprogramación" en nuestra definición de impago soberano. En la típica reprogramación el deudor obliga a sus acreedores a aceptar calendarios de pago más largos y a menudo concesiones en las tasas de interés (en comparación con las tasas de interés del mercado). Con toda razón, las agencias calificadoras (entre éstas Moody's y Standard & Poor's) consideran estos episodios como impagos parciales negociados, donde el acuerdo de reprogramación minimiza los onerosos costos de pagar abogados y otros gastos relacionados con un impago más acre en el que tanto el país deudor como los acreedores simplemente abandonan toda negociación, al menos por un tiempo. Nuestro conjunto de datos traza esta distinción entre reprogramaciones e impagos, si bien desde una perspectiva teórica sean muy similares.

Existe un aspecto más de gran relevancia: el hecho de que los países a veces incumplan en el pago de su deuda no constituye una prueba *prima facie* de la insensatez de los inversionistas. Para otorgar créditos a naciones riesgosas, los inversionistas obtienen primas por riesgo a veces mayores a 5 o 10% anual. Estas primas permiten que los acreedores reciban una compensación en caso de impagos, la inmensa mayoría de los cuales son de cualquier modo sólo parciales. De hecho, en comparación con la deuda empresarial, los impagos soberanos suelen involucrar recuperaciones mucho mayores, sobre todo si se toman en cuenta los rescates oficiales.

No es nuestra intención exagerar la lógica de los prestamistas. De hecho, existen varios casos en los que las pequeñas primas por riesgo impuestas a las naciones soberanas difícilmente pueden compararse con los riesgos que corre un acreedor. Desde luego, los deudores de alto riesgo no sólo tienen que cubrir primas por riesgo sobre el importe de la deuda, sino que a menudo tienen que soportar una considerable pérdida de bienestar cuando los problemas de endeudamiento amplían las recesiones en caso de impago. La mentalidad de "esta vez es distinto" tal vez tenga un costo más grande para el prestatario que para los acreedores. Sin embargo, será necesario volver a ello a la luz de

una estimación más amplia del impago.

DEUDA ODIOSA

Igualmente complejo es el debate filosófico—en principio, fundamental para entender el crédito internacional—alrededor de la noción de "deuda odiosa". En la Edad Media era posible enviar a la prisión a un niño cuyos padres habían muerto sin saldar sus deudas. En teoría, esto evitaba que los padres pidieran más préstamos (pues el castigo en caso de incumplimiento era mayúsculo). Sin embargo, hoy en día, bajo las normas sociales de la mayoría de los países, semejante transferencia de deuda resultaría completamente inadmisible. Por supuesto, las naciones obtienen en efecto préstamos intertemporales, de modo que los niños de una generación bien pueden tener que saldar las deudas de sus padres. Al terminar la segunda Guerra Mundial, la deuda bruta interna de los Estados Unidos alcanzó más de 100% del PIB, y tuvieron que pasar varias décadas para que se redujera a 50%, porcentaje más tolerable.

En esencia, la doctrina de la deuda odiosa establece que si un prestamista da dinero a un gobierno que a todas luces es cleptomaniaco y corrupto, los siguientes gobiernos no tendrían por qué estar obligados a saldarla. Jayachandran y Kremer sostienen que es posible modificar los modelos estándar sobre la reputación de modo que tenga cabida la convención de no pagar deudas odiosas, y que esto puede traer mejoras en el bienestar.[17] Sin embargo, qué tanto una deuda odiosa puede delinearse con precisión en la práctica es un asunto sumamente controvertido. Quizá todo el mundo coincidirá en que si los gobernantes de un país involucrado en un genocidio obtuvieran un préstamo para financiar su poder militar, los prestamistas tendrían que reconocer esa deuda como odiosa y en riesgo de impago en caso de un cambio de régimen. Sin embargo, uno puede imaginar a burócratas de todo el mundo debatiendo si es odiosa la deuda que en tal situación emitieran, por poner un ejemplo, los Estados Unidos, en cuyo caso, desde luego, el concepto perdería su utilidad para establecer una distinción en la práctica. Para poder implementarlos, los criterios específicos sobre deuda odiosa deben ser sumamente precisos.

Ahora bien, versiones más laxas de deuda odiosa ciertamente pueden tener alguna relevancia en los hechos. Las circunstancias bajo las que se acumula un endeudamiento pueden afectar la percepción que un deudor tiene de lo que es "justo" y, en consecuencia, su voluntad para pagar. En tal caso, la comunidad internacional puede acceder a ofrecer un mejor trato a deudores en esas circunstancias (por lo menos otorgándoles un mayor acceso a préstamos puente subsidiados).

DEUDA PÚBLICA INTERNA

Si la teoría sobre la deuda pública externa es compleja, lo es todavía más la teoría sobre la deuda pública interna. Para los fines de esta exposición, entendemos por deuda pública interna aquella denominada en moneda nacional, que se rige conforme a la legislación del

país emisor y está en manos de residentes nacionales. De estas tres condiciones, sólo la segunda resulta esencial para nuestra definición en el primer capítulo. Comenzando, tal vez, con los bonos "internos" argentinos denominados en libras esterlinas a finales del siglo XIX, existen numerosos ejemplos históricos de deuda interna que ha sido indexada a una moneda extranjera (entre los casos más famosos se encuentra la deuda en *tesobonos* emitida por México a principios de los años noventa, así como algunos otros casos anteriores indicados en el recuadro VII.1), y en años recientes el fenómeno se ha vuelto más común. A medida que más mercados emergentes han optado por liberar sus mercados de capital, se ha vuelto cada vez más común que residentes extranjeros posean deuda pública interna. Tal vez sea relevante el hecho de que tanto residentes extranjeros como nacionales puedan poseer algún tipo de deuda; sin embargo, a fin de simplificar la exposición haremos a un lado esa peculiaridad.[18]

La deuda interna es la deuda que un país contrae consigo mismo. En el famoso modelo ricardiano de deuda formulado por Robert Barro, la deuda pública interna carece de toda importancia, pues los ciudadanos simplemente incrementan sus ahorros cuando la deuda crece para compensar impuestos futuros.[19] Sin embargo, el análisis de Barro parte del supuesto de que la deuda siempre será saldada, incluso si los patrones de ahorro no son homogéneos y los pagos de deuda (a diferencia de los repudios) favorecen a ciertos grupos a expensas de otros. Suponer tal cosa nos lleva a preguntar por qué los resultados políticos no hacen que un país incumpla de manera periódica en el pago de su deuda interna; además, es obviada la cuestión de por qué todos le prestan al gobierno en primer lugar. Si, por poner un ejemplo, casi toda la deuda de un país está en manos de gente mayor, ¿por qué los votantes jóvenes no protestan y votan a favor de que se incumpla en el pago de deuda, partiendo de un nuevo impuesto más bajo para ellos a costa de la salud de la gente mayor?

Uno de los descubrimientos más asombrosos en la tercera parte de este libro, dedicada a la deuda interna, es que esta clase de impagos se produce con más frecuencia de lo que uno pudiera imaginar, si bien no tan seguido como los impagos de deuda externa soberana. Los gobiernos pueden además incumplir en el pago de su deuda pública interna a través de una inesperada alta inflación, como se sabe lo hicieron los Estados Unidos y varios países europeos en la década de 1970.

¿En qué se fundamenta entonces la deuda pública interna? ¿Por qué no se le paga nada a los tenedores de bonos internos? North y Weingast defienden la tesis de que la habilidad de un gobierno para establecer instituciones políticas capaces de mantener el pago de grandes cantidades de deuda constituye una enorme ventaja estratégica, pues permite que un país reúna amplios fondos, en especial en tiempos de guerra.[20] Así, sostienen que uno de los efectos más importantes de la Revolución Gloriosa de Inglaterra, a finales del siglo XVII, fue precisamente una estructura que promoviera el pago de los contratos de deuda, lo que le confirió a Inglaterra una ventaja única sobre su rival Francia. En ese entonces, como veremos, Francia se encontraba en el punto más crítico de su etapa de impago serial. La habilidad de Crown para emitir deuda le dio a

Inglaterra la enorme ventaja de poder reunir los recursos necesarios para embarcarse en una guerra justo en una época en la que ello comenzaba a demandar grandes sumas de capital.

Kotlikoff, Persson y Svensson proponen que en los países democráticos los mercados de deuda interna podrían ser una convención basada en la reputación, muy a la manera del modelo de Eaton y Gersovitz sobre deuda externa soberana.[21] En un artículo relacionado, Tabellini sugiere que la deuda podría ser sustentable si los votantes jóvenes se preocuparan lo suficiente por los votantes viejos.[22] Todas estas teorías, así como algunas otras diseñadas para gobiernos monárquicos, parten de la premisa de que los mercados de deuda son convenciones autosuficientes, donde los costos y los beneficios concuerdan estrechamente asegurando un funcionamiento continuo. Sin embargo, como lo hemos señalado, es probable que los incentivos para saldar cualquier tipo de deuda pública involucren problemas más grandes que la mera necesidad de aligerar la recaudación tributaria y el impuesto al consumo. Tal como incumplir en el pago de deuda soberana puede tener repercusiones más amplias en las relaciones internacionales más allá del escenario de deuda, del mismo modo un impago interno puede provocar una ruptura en el pacto social que vaya más allá de poder obtener más préstamos en el futuro. Para empezar, en varias economías la deuda pública no sirve tan sólo para que los gobiernos aligeren la carga tributaria, sino que constituye asimismo una reserva de valor que ayuda a mantener la liquidez de los mercados crediticios. Quizá los gobiernos incumplen cada cierto tiempo en el pago de sus deudas, pero el historial del sector privado es todavía peor en muchos países.

La represión financiera puede usarse además como una herramienta para ampliar los mercados de deuda interna. En países como China y la India existen actualmente enormes restricciones en la variedad de activos que el grueso de la población puede poseer, siendo el efectivo y las cuentas bancarias a intereses muy bajos prácticamente las únicas opciones. Debido al alto riesgo de pérdida y robo para el efectivo y las joyas, así como a las pocas opciones que existen de crear un patrimonio para el retiro, pagar servicios médicos y la educación de los hijos, la gente sigue depositando grandes sumas de dinero en los bancos a pesar de lo artificioso de los nulos rendimientos. En la India, los bancos terminan prestando grandes cantidades de sus activos directamente al gobierno, que de ese modo disfruta de una tasa de interés mucho más baja si se la compara con la que probablemente obtendría en un mercado de capital liberalizado. En China, el dinero pasa a empresas estatales y proyectos de infraestructura vía créditos dirigidos, también a tasas de intereses mucho más bajas de lo que podrían obtenerse de otro modo. Esta especie de represión financiera está lejos de ser nueva; en particular, prevaleció tanto en las economías avanzadas como en los países en vías de desarrollo durante el auge de los controles de capital internacional a partir de la segunda Guerra Mundial y hasta la década de 1980.

Desde luego, bajo condiciones de represión financiera los gobiernos pueden llegar a obtener cantidades extraordinarias de recursos explotando al máximo su monopolio sobre

los mecanismos de ahorro. Sin embargo, como mostraremos más adelante, la deuda emitida internamente ha florecido en varios mercados emergentes incluso cuando la represión financiera ha sido bastante limitada, por ejemplo en las décadas que precedieron a la segunda Guerra Mundial.

Aplazaremos nuestra reflexión sobre la deuda interna hasta los capítulos VII y IX, donde abordaremos el tema desde una perspectiva empírica. Ahí mostraremos además que existe una importante interacción entre la deuda soberana y la deuda interna. De nuevo, al igual que en el caso de la deuda externa soberana, a menudo los modelos de deuda interna presentan problemas de equilibrios múltiples.[23]

CONCLUSIONES

En este capítulo hemos presentado un breve panorama de los conceptos claves que explican la deuda soberana y su impago, así como otros tipos de crisis, entre ellas las crisis bancarias y monetarias. Aunque ciertamente abstracto, el capítulo aborda aspectos fundamentales de las crisis financieras mundiales. Regresaremos a algunos de estos temas más adelante, a medida que nuestro enorme conjunto de datos nos ayude a iluminar los puntos más difíciles.

En varios sentidos, el estudio teórico de los fundamentos del crédito internacional y de los mercados de capital nos lleva a preguntar por qué los impagos no se dan con más frecuencia. Incluso Venezuela, el actual paladín del impago soberano, con 10 episodios desde que logró su independencia en 1830, promedia un intervalo de 18 años entre cada impago. Si las crisis se repitieran casi de manera continua, rara vez se manifestaría la mentalidad de "esta vez es distinto": siempre sería lo mismo, deudores y prestamistas se mantendrían alertas todo el tiempo y los mercados de deuda no alcanzarían niveles significativos de desarrollo, ciertamente no a ese punto que provoca caídas espectaculares. Ahora bien, desde luego, la teoría económica nos dice que incluso una economía relativamente frágil puede marchar sobre ruedas por un periodo bastante largo antes de que reviente su burbuja de confianza, a veces permitiéndole cavar un hoyo muy profundo de deuda antes de que eso suceda.

[1] A finales de la década de 1920, la colectivización del sector agrícola emprendida por Stalin condujo a una hambruna masiva; Rusia necesitaba dinero para importar grano. Como resultado, entre 1930 y 1931 el país vendió algunas de sus obras de arte a extranjeros, entre ellos el magnate petrolero británico Calouste Gulbenkian y el banquero estadunidense Andrew Mellon. Por supuesto, Stalin no consideró usar una parte de las ganancias para saldar las viejas deudas zaristas.

[2] Para una revisión de dicha literatura, véanse Persson y Tabellini (1990) y Obstfeld y Rogoff (1996).

[3] Tomz (2007).

[4] Véase Eaton y Gersovitz (1981).

[5] Si los países simplemente obtienen préstamos por sumas cada vez más grandes sin jamás saldarlos, los niveles de deuda en relación con el ingreso terminarán explotando en algún momento, a condición de que la tasa de interés real mundial (ponderada en función del riesgo) exceda la tasa de crecimiento a largo plazo del país, lo que en general parece suceder tanto en la práctica como bajo condiciones teóricas adecuadas.

[6] De manera más general, el análisis que Eaton y Gersovitz hacen de la reputación con base en la teoría de juegos admite una amplia variedad de equilibrios (resultados), los que en su conjunto es posible legitimar por el mismo mecanismo de la reputación.

[7] Véase Bulow y Rogoff (1989b).

[8] Véase Bulow y Rogoff (1989a).

[9] Bulow y Rogoff (1989b) presentan un sencillo ejemplo basado en una guerra arancelaria; Cole y Kehoe (1996) colocan el argumento en un contexto más amplio.

[10] Borensztein *et al*. (1998) examinan el fundamento empírico de la relación entre la IED y el crecimiento económico.

[11] Véase Diamond y Rajan (2001).

[12] Véase Jeanne (2009).

[13] Véase Sachs (1984).

[14] Véase, por ejemplo, Obstfeld y Rogoff (1996, capítulo 6).

[15] Véase Bulow y Rogoff (1988a, 1989a).

[16] Los ciudadanos de un país acreedor (fuera de la banca) pueden obtener ganancias del comercio tal como lo hacen los ciudadanos del país deudor. O, en el caso de un organismo de crédito internacional como el FMI, los acreedores y deudores pueden inducir los pagos con base en el temor del FMI de que un impago desatará un contagio entre otros deudores.

[17] Véase Jayachandran y Kremer (2006).

[18] Véase, por ejemplo, Broner y Ventura (2007).

[19] Véase Barro (1974).

[20] Véase North y Weingast (1988).

[21] Véase Kotlikoff, Persson y Svensson (1988).

[22] Véase Tabellini (1991).

[23] Véase por ejemplo Barro y Gordon (1983).

V. CICLOS DE IMPAGO SOBERANO DE DEUDA EXTERNA

> No tendría por qué ensalzarse demasiado a los responsables de la política económica por la ausencia de grandes impagos soberanos de deuda externa entre 2003 y 2009, tras la oleada de impagos en las dos décadas anteriores. En realidad, el impago serial sigue siendo la norma, con oleadas en todo el mundo por lo general a intervalos de varios años, cuando no décadas.

PATRONES RECURRENTES

Iniciamos nuestro recorrido panorámico a través de las crisis financieras revisando el impago soberano de deuda externa que, como venimos analizando desde una perspectiva teórica, se da cuando un gobierno incumple en el pago de deuda contraída con extranjeros. (El recuadro V.1 proporciona algunos antecedentes sobre el surgimiento histórico de los mercados de deuda soberana.)

La gráfica V.1 delinea el porcentaje de todos los países independientes en una situación de impago o reestructuración en algún año entre 1800 y 2008 (el periodo mejor cubierto por nuestro conjunto de datos). A escala mundial (o al menos para los países de nuestra base de datos, que juntos suman más de 90% del PIB global), el periodo relativamente corto de pocos impagos que antecedió a la última década puede verse como la tregua que suele venir después de profundas crisis financieras internacionales. Además de esas pausas, existen largos periodos en los que un alto porcentaje de todos los países se encuentran en una situación de impago o reestructuración. De hecho, la gráfica V.1 revela cinco picos pronunciados o ciclos de impago.

El primero de éstos ocurrió durante las guerras napoleónicas. El segundo se extendió desde la década de 1820 hasta finales de la década de 1840, cuando hubo ocasiones en las que casi la mitad de los países de todo el mundo cometieron un impago (incluyendo Latinoamérica completa). El tercero comenzó a principios de la década de 1870 y se prolongó por dos décadas. El cuarto comenzó con la Gran Depresión de los años treinta y se extendió hasta principios de los años cincuenta, cuando una vez más casi la mitad de todos los países incumplieron en sus pagos.[1] El último gran ciclo de la gráfica abarca las crisis de endeudamiento de los años ochenta y noventa en los mercados emergentes.

Recuadro V.1. **El desarrollo de los mercados internacionales de deuda soberana en Inglaterra y España**

Las instituciones modernas de deuda, como hoy las entendemos, tuvieron un desarrollo gradual. En particular, así fue en el caso del crédito interno, donde históricamente la relación entre impuestos, pagos y poder ha sido muy difusa. Por lo general, los préstamos carecían de cualquier transparencia, con tasas de interés y

calendarios de pagos imprecisos, y a menudo sin especificar las fechas en las que deberían hacerse los pagos del principal. Deshacer la promesa de un rey para "pagar" podía ser tan sencillo como cortarle la cabeza al prestamista. Muy a menudo solicitar un préstamo era, por definición, un acto coercitivo. La historia antigua está repleta de casos de familias enteras que fueron asesinadas con el único objeto de apoderarse de sus tierras y riquezas. Durante el siglo XIII, los reyes franceses exiliaron de manera sistemática a los Caballeros Templarios (famosos durante las Cruzadas), para apoderarse de su patrimonio.

En la época medieval, la Iglesia impuso leyes usureras con el fin de impedir que los cristianos se prestaran dinero entre sí con cobro de intereses. Desde luego, los no cristianos, en especial los judíos, tenían permitido prestar, pero esto le daba a los soberanos acceso a sólo una muy pequeña parte de los fondos totales de su país. Para acceder a fondos de dinero más grandes, los prestatarios (a veces con la ayuda de los teólogos) tenían que pensar en estrategias para evadir la ley eclesial. Durante este periodo, los mercados de crédito internacional recurrían a veces al artilugio de obligar al prestatario a que saldara su deuda en una moneda más fuerte y estable que la especificada en el contrato original, por ejemplo una moneda que no estuviera sufriendo degradaciones tan pronunciadas. Por supuesto, tales estratagemas equivalían a pagar un interés. A pesar de ello fueron vistas como aceptables.

Con mucho, los primeros mercados financieros de mayor complejidad aparecieron en las ciudades-Estado italianas de Génova, Florencia y Venecia, a finales del siglo XIII.[a] Los primeros préstamos fueron en forma de "impuestos reembolsables"; sin embargo, el sistema evolucionó pronto hasta alcanzar una suficiente transparencia en los préstamos soberanos, permitiendo así el desarrollo de un mercado secundario.

El historiador Carlo Cipolla ha subrayado que la primera verdadera crisis mundial de deuda tuvo sus orígenes en los préstamos que mercaderes italianos le otorgaron a Inglaterra a partir del siglo XIII.[b] En esa época, Italia era el centro financiero desarrollado e Inglaterra la nación en vías de desarrollo rica en recursos naturales, en especial lana de oveja. Como observamos antes, una serie de préstamos italianos sirvió para financiar las distintas etapas de las sucesivas guerras entre Inglaterra y Francia. Cuando Eduardo III de Inglaterra cometió un impago en 1340, luego de varios fracasos militares, la noticia llegó de inmediato a Florencia. Puesto que los bancos más importantes habían otorgado cuantiosas sumas a Eduardo, la economía florentina se cimbró con un pánico bancario. El episodio completo se desenvolvió en cámara lenta si se le compara con los estándares modernos. Como sea, un importante prestamista italiano, el Banco Peruzzi, se fue a la quiebra en 1343; otro, el Banco Bardi, lo hizo en 1346. De este modo, Inglaterra, al igual que muchos otros mercados emergentes en épocas posteriores, pasó (y más de una vez) por el trauma del impago soberano externo antes de por fin "graduarse" como país no moroso. Previo a su graduación, Inglaterra tuvo que vivir muchos otros episodios de reestructuración de deuda pública; sin embargo, como lo documentaremos, estos eventos crediticios más recientes supusieron únicamente deuda interna.

De hecho, Inglaterra no se despojó realmente de su condición de país moroso serial hasta la Revolución Gloriosa, en 1688, que condujo a un sustancial fortalecimiento del poder del Parlamento. Como North y Weingast lo expresaron en su obra seminal, esto significó por vez primera una institución independiente que avalaba la deuda británica. Weingast afirma además que al introducir un "supervisor burocrático autorizado" que vigilara los pagos de deuda del gobierno, el Banco de Inglaterra implementó un mecanismo fundamental para que el Parlamento hiciera manifiesto su poder.[c] Ciertamente muchos otros factores contribuyeron al éxito británico, incluyendo la práctica del gobierno de usar deuda a corto plazo para financiar guerras, y que una vez terminadas las hostilidades era convertida en otras de largo plazo. Por supuesto, financiar un guerra con deuda a corto plazo tiene sentido, pues la incertidumbre sobre el fin de las hostilidades obliga al gobierno a pagar una prima, la cual no querrá asumir. La emisión de deuda a largo plazo facilitó asimismo la actividad de un mercado secundario que ayudó a hacer líquida la deuda inglesa, aspecto que Carlos y otros destacan.[d] Finalmente, no puede dejar de insistirse en que uno de los principales factores detrás del hasta cierto punto inmaculado historial inglés de pagos es el extraordinario éxito del país en sus diversas empresas militares. Como lo vimos en relación con los antiguos monarcas británicos, nada causa más problemas de deuda que un fracaso militar. Hacia el final del libro regresaremos al tema de las "graduaciones".

Antes de 1800, además de Inglaterra pocas naciones habían alcanzado la capacidad para acumular deudas internacionales tan grandes y luego incumplir en su pago. Un impago serial de gran alcance demanda una reserva considerable de riqueza capaz de convencer a cada nueva generación de acreedores de que en su momento habrá ganancias necesarias para saldar la deuda (es decir, que esta vez será distinto) y de que el país

es lo suficientemente estable para garantizar su presencia al momento de pagar. Después de 1800, gracias al acelerado crecimiento del ingreso mundial que siguió a la Revolución industrial, así como a la capacidad británica para diversificar el superávit de ahorro, varios países comenzaron a cumplir con los criterios de riqueza. Antes de 1800, además de las primeras ciudades italianas, junto con Portugal y Prusia cada uno en una ocasión, sólo Francia y España contaban con los recursos y la estabilidad para incurrir en grandes impagos internacionales. Así, eso fue justo lo que hicieron: España seis veces según nuestros cálculos y Francia ocho, como lo mostramos en este capítulo.

Los historiadores de la economía han estudiado y discutido a fondo la primera serie de impagos españoles, en 1557, 1560, 1575 y 1596, con Felipe II en el trono (1556-1598), y lo mismo han hecho con los episodios posteriores, y mucho más desagradables, sucedidos en 1607, 1627 y 1647, con el sucesor de Felipe II. La experiencia de España ilustra algunos de los problemas que se han presentado de manera recurrente en casos posteriores de impago serial. España tiene además una enorme importancia histórica como el último país que amenazó con dominar Europa antes de Napoleón.

Antes del siglo XVI, España era bastante difusa y las finanzas de sus provincias demasiado tenues, de modo que hacer grandes préstamos internacionales resultaba inviable. El descubrimiento del Nuevo Mundo vino a cambiar todo eso. En México y Perú se descubrieron magníficas minas de plata, y a partir de la década de 1540 comenzaron a llegar a Europa cantidades extraordinarias de la misma. Este incremento masivo de utilidades impulsó enormemente el poder del rey, quien ahora dependía menos de la recaudación tributaria local, la cual exigía la cooperación del Parlamento. Al mismo tiempo, el influjo de metales preciosos, en especial de plata, tuvo un gran impacto inflacionario sobre los precios en Europa.

El descubrimiento de toda esta riqueza permitió que los monarcas españoles obtuvieran dinero en préstamo con relativa sencillez, y eso fue lo que hicieron. El apalancamiento parecía lo lógico dada la posibilidad de dominar Europa. Las diferentes campañas militares del rey Felipe contra turcos y holandeses, y luego su realmente desastrosa decisión de enviar su "Armada Invencible" a Inglaterra, todo esto requería grandes cantidades de dinero. Un sinfín de acreedores (desde acaudalados inversionistas flamencos, alemanes y portugueses, hasta mercaderes españoles, pasando sobre todo por banqueros italianos) estaban dispuestos a otorgar cuantiosas sumas de dinero a España a cambio de una prima suficiente por riesgos. Durante todo ese tiempo, la Corona española llegó a deber a sus acreedores alrededor de la mitad de un año de utilidades, aunque en ocasiones la cantidad sobrepasó el ingreso de dos años. Por supuesto, como lo resumimos en el cuadro VI.1, España incumplió en sus pagos de manera repetida.

[a] Al respecto véanse, por ejemplo, los excelentes estudios de MacDonald (2006) o Ferguson (2008).
[b] Cipolla (1982).
[c] North y Weingast (1988); Weingast (1997).
[d] Carlos *et al*. (2005).

De hecho, cuando se pondera a los países en función de su porcentaje del PIB mundial (véase la gráfica V.2), sobresale aún más la tregua de impagos posterior a 2002 en relación con el siglo anterior. Sólo las dos décadas que precedieron a la primera Guerra Mundial—los idílicos días del patrón oro—presentaron una calma parecida a la del periodo 2003-2008.[2] Al observar con detalle no es difícil darse cuenta de que si bien una tregua de impagos de una o dos décadas no tiene nada de extraordinario, a cada uno de esos periodos ha seguido invariablemente una nueva oleada de impagos.

La gráfica V.2 muestra asimismo que los años inmediatamente posteriores a la segunda Guerra Mundial marcaron el punto más alto, con mucho, de la época más prolongada de impagos en la historia moderna mundial. Hacia 1947, países que representan casi 40% del PIB mundial se encontraban en una situación de impago o reprogramación. En parte esto se debió a los nuevos impagos que la guerra produjo, pero

también a que en realidad varios países jamás salieron de los impagos asociados con la Gran Depresión de los años treinta.[3] Del mismo modo, puede observarse que los impagos durante las guerras napoleónicas fueron tan importantes como los de cualquier otra época. Aparte de la crisis que siguió a la segunda Guerra Mundial, sólo el máximo alcanzado por las crisis de deuda de los años ochenta se acerca a los niveles de principios del siglo XIX.

Como veremos al estudiar las experiencias de países individuales en el capítulo VI, el impago serial de deuda externa es la norma en cualquier región del mundo, incluyendo Asia y Europa.

IMPAGO Y CRISIS BANCARIAS

Históricamente se ha asociado la alta incidencia de crisis bancarias mundiales con la alta incidencia de impagos soberanos de deuda externa. La gráfica V.3 delinea el porcentaje de países (ponderados en función de su PIB) que experimentaron una crisis bancaria en relación con el porcentaje de países que experimentaron un impago o reestructuración de su deuda externa (como en la gráfica V.2). Los impagos soberanos comenzaron a aumentar con el inicio de la primera Guerra Mundial (como sucedió con las crisis bancarias) y siguieron escalando durante la Gran Depresión y la segunda Guerra Mundial (cuando varias economías avanzadas se unieron a las filas de los países morosos). Las décadas que siguieron fueron relativamente tranquilas hasta que nuevas crisis de deuda asolaron los mercados emergentes en las décadas de 1980 y 1990.[4]

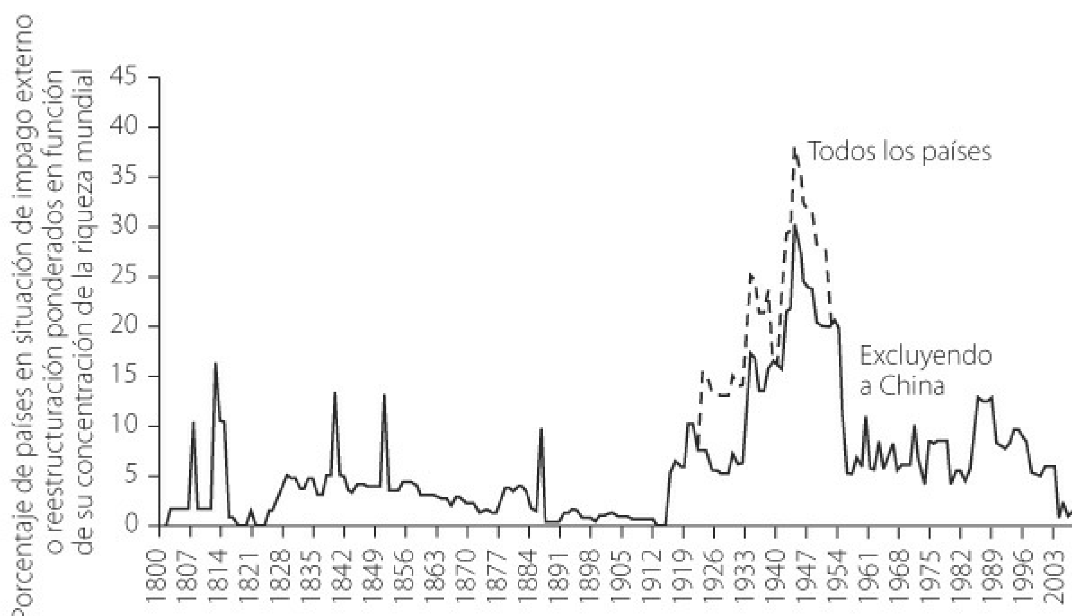
GRÁFICA V.1. *Deuda externa soberana: países en situación de impago externo o reestructuración, sin ponderar (1800-2008)*



NOTA: La muestra comprende a todos los países, de los 66 incluidos en el cuadro I.1, que en algún momento se convirtieron en Estados independientes.

FUENTES: Lindert y Morton (1989); Suter (1992); Purcell y Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a); MacDonald (2006), y Standard & Poor's.

Gráfica. V.2. *Deuda externa soberana: países en situación de impago externo o reestructuración ponderados en función de su concentración de la riqueza mundial (1800-2008)*



NOTA: La muestra comprende todos los países, de los 66 incluidos en el cuadro I.1, que en algún momento se convirtieron en Estados independientes. Se usaron tres grupos de ponderación del PIB: 1913 para el periodo 1800-1913; 1990 para el periodo 1914-1990, y 2003 para el periodo 1991-2008.

FUENTES: Lindert y Morton (1989); Suter (1992); Purcell y Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a); Maddison (2004); MacDonald (2006), y Standard & Poor's.

Son muchos y muy complejos los canales por los que una turbulencia financiera global puede desatar más crisis de deuda soberana en los mercados emergentes. Entre esos canales se encuentran los siguientes:

- Las crisis bancarias en las economías avanzadas deprimen de manera significativa el crecimiento mundial. Tanto una desaceleración como la evidente contracción de la actividad económica suelen afectar en particular a las exportaciones, limitando la disponibilidad de divisas fuertes entre los gobiernos de los mercados emergentes y haciendo más difícil el pago de su deuda externa.
- Históricamente se ha asociado el debilitamiento del crecimiento global con una baja en los precios de las materias primas a escala mundial. Esto reduce las ganancias de los exportadores de materias primas y, como consecuencia, su capacidad para pagar deudas.
- Las crisis bancarias en los centros financieros del mundo (y las restricciones crediticias que las acompañan) producen un "alto repentino" de préstamos a los países periféricos (usando el término que hizo popular Guillermo Calvo).[5] En esencia, los flujos de capital desde el "norte" se agotan de manera independiente a las principales variables económicas de los mercados emergentes. Dadas las dificultades para conseguir créditos, la actividad económica en los mercados

emergentes se contrae y el endeudamiento trae una mayor presión sobre los recursos públicos en declive.

- Históricamente las crisis bancarias han sido “contagiosas”, en el sentido de que los inversionistas evitan correr riesgos, proyectan la experiencia de un país a otros y reducen su presencia a medida que su riqueza decrece. Como consecuencia, la habilidad de los mercados emergentes para refinanciar y saldar su deuda externa soberana se ve fuertemente afectada.
- Las crisis bancarias en un país pueden causar una pérdida de confianza en países vecinos o similares a medida que los acreedores descubren problemas comunes.

Al momento de escribir este libro, aún no era claro si el aumento de turbulencia en el sector financiero mundial a finales de la década pasada conducirá a un resultado similar en el ciclo de impagos soberanos. Sin embargo, el testimonio de otras épocas, como se observa en la gráfica V.3, es desalentador en ese rubro. Dada la actual atmósfera financiera mundial, en modo alguno sería difícilmente sorpresivo que se produjera un aumento significativo de impagos soberanos.

IMPAGO E INFLACIÓN

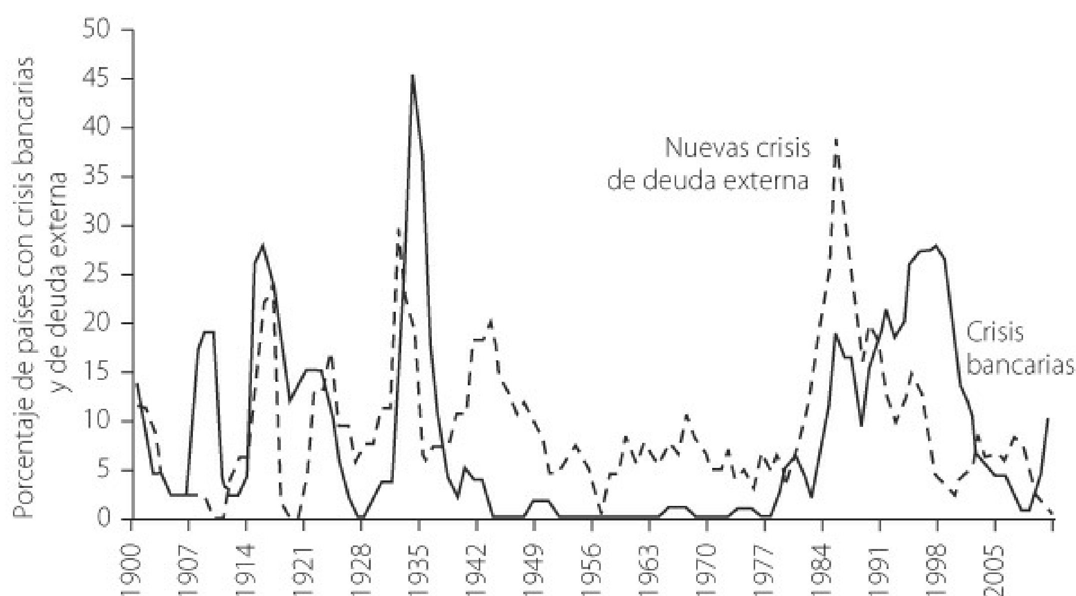
Si un incremento mundial de crisis bancarias indica un posible aumento de impagos soberanos, también puede ser señal de un potencial aumento en el número de países que enfrentan un alza inflacionaria. La gráfica V.4, sobre inflación e impago (1900-2007), revela un asombroso paralelismo entre el número de países en una situación de impago y el número de países que sufren un alza inflacionaria (entendida como una tasa anual por encima de 20%). El paralelismo no es del todo sorprendente dado que la inflación representa una forma de impago parcial sobre pasivos del gobierno que no están completamente indexados a los precios o al tipo de cambio.[6]

Como se muestra en el capítulo XII, el impago a través de una inflación se convirtió en un lugar común sobre todo a lo largo de los años en los que la moneda fíat desplazó a la moneda metálica como medio principal de transacción. De hecho, el mismo patrón es evidente si se presta atención al uso de la moneda fíat después de 1900 (gráfica V.4). Dicho de otro modo, la estrecha relación entre inflación e impago externo es de estirpe relativamente moderna. Para el periodo 1900-2007 el coeficiente de correlación simple de estas dos variables es 0.39, mientras que para el periodo posterior a 1940 casi se duplica a 0.75.

Tal vez pueda explicarse este aumento a partir de un cambio en la disposición de los gobiernos para expropiar a través de varios canales, así como por el abandono del patrón oro (u otro metal), más que por un cambio en influencias de carácter macroeconómico. En el caso de los impagos durante la Depresión, la norma fue la deflación. Entre más inesperadas las bajas en los precios, más onerosos y perjudiciales para el desempeño económico fueron los endeudamientos. Esta relación es la esencia de la famosa teoría de

Irving Fisher sobre "deuda y deflación".[7] Como corolario a esa teoría, cuando una economía enfrenta una situación adversa al parecer son mayores las posibilidades de un impago soberano. Por el contrario, un alza en la tasa inflacionaria de referencia reduce las posibilidades de que una economía entre en una espiral deflacionaria descendente. El movimiento paralelo de impago e inflación durante el periodo posterior a la segunda Guerra Mundial quizá sea una indicación de que los gobiernos tienen ahora una mayor disposición a recurrir a ambas cosas con el fin de aligerar la carga que representan los intereses reales.

GRÁFICA V.3. *Porcentaje de países con crisis bancarias y de deuda externa: todos los países (1900-2008, sin ponderar)*

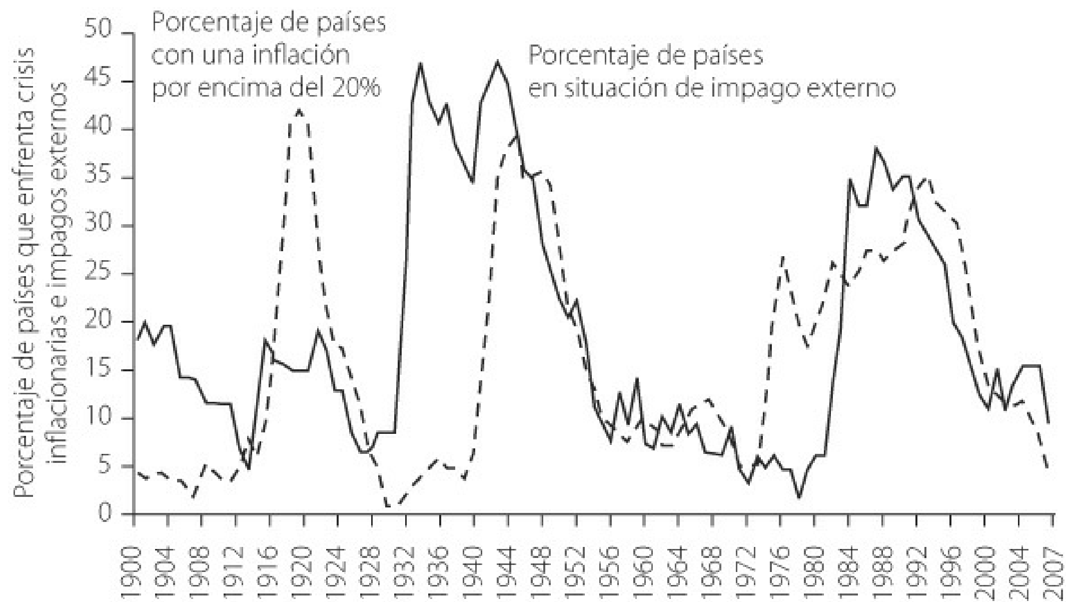


NOTA: Con nuevas crisis de deuda externa nos referimos al primer año del impago. La muestra comprende todos los países. La gráfica presenta una media móvil de tres años.

FUENTES: Lindert y Morton (1989); Suter (1992); Purcell y Kaufman (1993); Kaminsky y Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); MacDonald (2003); Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a); Maddison (2004); Caprio *et al.* (2005); Jácome (2008), y Standard & Poor.

Es común que las condiciones de inflación empeoren después de un impago externo.[8] Sin acceso a los mercados internacionales de capital y en medio de un colapso en los ingresos, los gobiernos que no han tenido la capacidad de controlar su gasto se han visto obligados a recurrir en esa misma proporción y de manera repetida al impuesto inflacionario, incluyendo su variante más extrema: el hiperinflacionario.

GRÁFICA V.4. *Crisis inflacionarias e impago externo (1900-2007)*



NOTA: Por crisis inflacionaria entendemos los años en los que la tasa de inflación anual excede 20%. Las probabilidades tanto para la inflación como para el impago corresponden a los promedios simples sin ponderar. Correlaciones: 0.39 para 1900-2007; 0.60 si se excluye la Gran Depresión; 0.75 para 1940-2007.

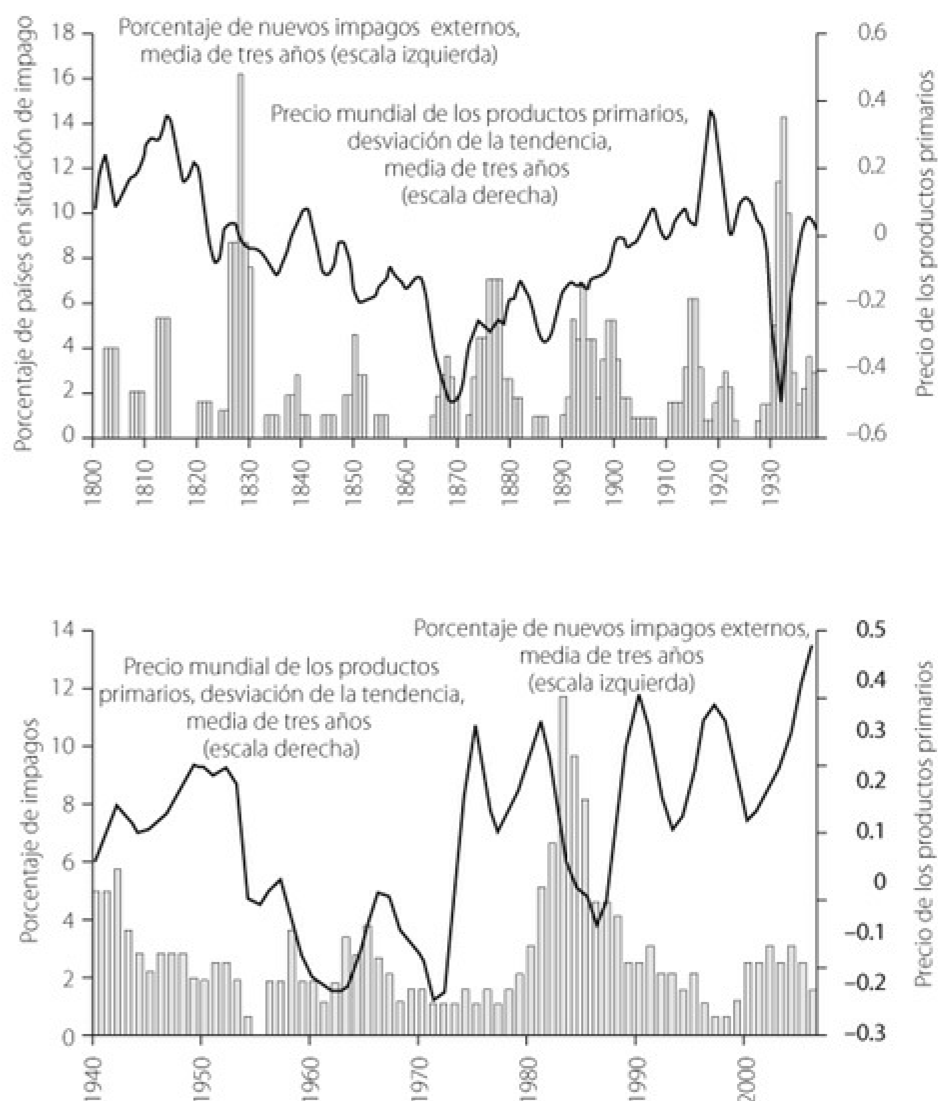
FUENTES: Para el número de países en situación de impago, véanse las fuentes de la gráfica V.1. Las fuentes sobre inflación son demasiado numerosas como para citarlas aquí; aparecen sin embargo en el apéndice A.1 por país y periodo.

FACTORES GLOBALES Y CICLOS DE IMPAGO EXTERNO GLOBAL

Vimos antes, en las gráficas V.1 y V.2, cómo una conflagración financiera mundial puede ser determinante para que se desate una oleada de impagos. Nuestro extenso conjunto de datos confirma además la idea que impera entre los economistas en el sentido de que factores económicos globales, por ejemplo el precio de los productos primarios y las tasas de interés en los centros financieros del mundo, desempeñan una función primordial en el estallido de crisis de deuda soberana.[9]

Para evaluar el grado de paralelismo entre impagos y el precio de los productos primarios, usamos un espectro de índices del precio real de los segundos a escala mundial para el periodo 1800-2008. Los puntos máximo y mínimo en los ciclos del precio de los productos primarios al parecer constituyen indicadores claves respecto a los puntos máximo y mínimo en el ciclo de flujo de capital; de hecho, los puntos mínimos por lo general coinciden con impagos múltiples.

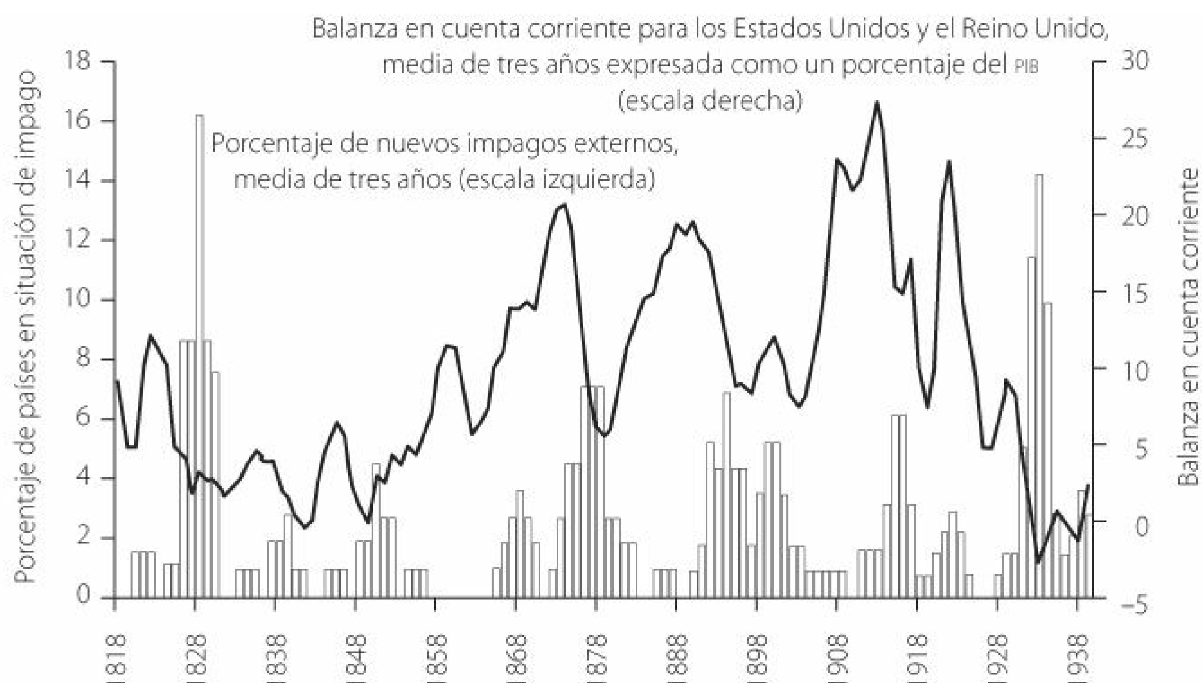
GRÁFICAS V.5. *Precio de los productos primarios y nuevos impagos externos (1800-2008)*



NOTA: Por "nuevos impagos externos" nos referimos al primer año del impago. Debido al marcado deslizamiento negativo a la baja en el precio de los productos primarios durante el periodo de la muestra, los precios han sido sometidos a una regresión y a una tendencia lineal aislando de ese modo el ciclo.

FUENTES: Gayer *et al.* (1953); Boughton (1991); *The Economist* (2002); FMI (varios años), *World Economic Outlook,* y las estimaciones de los autores con base en las fuentes citadas en los apéndices A.1 y A.2.

GRÁFICA V.6. *Flujos netos de capital desde los centros financieros e impago externo (1818-1939)*



NOTA: La balanza en cuenta corriente para los Estados Unidos y el Reino Unido se define de acuerdo con la importancia relativa (si bien de una manera simplista y arbitraria) de estos países como centros financieros y principales proveedores de capital al resto del mundo: para el periodo 1818-1913 al Reino Unido se le asigna una ponderación de 1 (a los Estados Unidos de 0); para el periodo 1914-1939, se ponderan por igual las cuentas corrientes de ambos países; para el periodo posterior a 1940 a los Estados Unidos se les asigna una ponderación de 1.

FUENTES: Imlah (1958), Mitchell (2003a, 2003b), Carter *et al.* (2006), y el Banco de Inglaterra.

Como Kaminsky, Reinhart y Végh lo han demostrado para el periodo de la posguerra, y Aguiar y Gopinath lo han formulado en fechas recientes, el endeudamiento en los mercados emergentes tiende a depender fuertemente de los ciclos coyunturales.[10] Tendencias favorables en las relaciones de intercambio entre los países (lo que significa precios altos para las productos primarios) por lo general conducen a una escalada de créditos. Cuando se desploman los precios de los productos primarios, el crédito se derrumba y los impagos aumentan. Las gráficas V.5 ilustran el ciclo del precio de los productos primarios antes y después de la segunda Guerra Mundial. Como lo sugiere en términos generales la primera gráfica, para el periodo 1800-1940 (y como lo corrobora una prueba econométrica), a los niveles más altos en el precio de los productos primarios de manera casi invariable siguen oleadas de nuevos impagos soberanos. La segunda gráfica calibra el mismo fenómeno para el periodo que va de 1940 a la primera década de este siglo. Aunque la asociación también puede verse en el periodo posterior a la segunda Guerra Mundial, es menos convincente.

Como ya se observó, los impagos son asimismo sumamente sensibles a los ciclos mundiales en el flujo de capital. Cuando éste se desploma abruptamente, un número mayor de países se ven orillados a cometer un impago. La gráfica V.6 documenta este

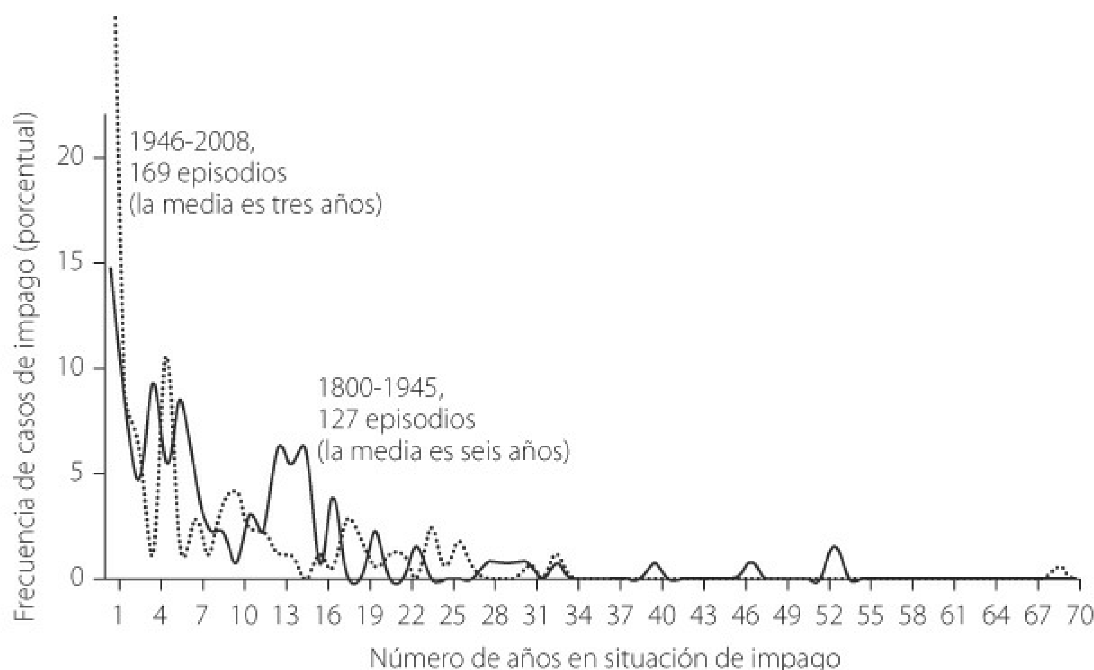
nexo trazando la balanza en cuenta corriente de los centros financieros (los Estados Unidos y el Reino Unido) en relación con el número de nuevos impagos antes del derrumbe del sistema Bretton Woods. Existe una marcada correlación visual entre los picos en el ciclo de flujo de capital y nuevos incumplimientos en el pago de deuda soberana. Las cuentas corrientes de los centros financieros reflejan las presiones de la "superabundancia del ahorro mundial", pues ofrecen una medida neta del exceso de ahorro en cada país, en vez de la medida bruta proporcionada por la serie de flujos de capital en nuestro conjunto de datos.

Una constante todavía más marcada en la bibliografía sobre crisis financieras modernas tiene que ver con el hecho de que los países que experimentan repentinos ingresos de capital corren el riesgo de experimentar una crisis de deuda.[11] Los datos aquí vertidos de manera preliminar sugieren que lo mismo vale para un periodo histórico mucho más amplio: desde 1800, si no es que desde antes, incrementos en el flujo de capital a menudo han precedido a crisis de deuda externa a escala nacional, regional y mundial.

Reconocemos que las correlaciones que estas gráficas muestran son meramente ilustrativas y que en diferentes episodios de impago intervienen un sinfín de factores distintos. Sin embargo, más allá de ilustrar el tipo de apreciación que puede alcanzarse a partir de un conjunto de datos tan extenso, las gráficas ponen claramente de relieve la vulnerabilidad de los países a los ciclos económicos globales. El problema es que los países con una propensión a las crisis, en particular aquellos que cometen impagos seriales, tienden a pedir de más en tiempos de bonanza, lo que los hace vulnerables durante las inevitables recesiones. La ubicuidad de la idea de "esta vez es distinto" es precisamente la razón de que casi nunca lo sea y de que al final se produzcan nuevas catástrofes.

El ciclo de flujo de capital, representado en la gráfica V.6, puede apreciarse con mayor contundencia en estudios de caso para países individuales, pero no hay espacio aquí para incluirlos.

GRÁFICA V.7. *Duración de los episodios de impago externo (1800-2008)*



NOTA: La duración de un episodio de impago corresponde al número de años desde el año del impago hasta el año de la resolución, sea ésta a través de una reestructuración, el pago o la condonación de la deuda. La prueba Kolmogorov-Smirnov, empleada para determinar el grado de concordancia entre dos distribuciones, rechaza como inválida la hipótesis de distribuciones similares a un nivel de significación de uno por ciento.

FUENTES: Lindert y Morton (1989); Suter (1992); Purcell y Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a); MacDonald (2006); Standard & Poor's, y las estimaciones de los autores.

DURACIÓN DE LOS EPISODIOS DE IMPAGO

Otro notable descubrimiento asociado con esta "mirada panorámica" es el que tiene que ver con el hecho de que los episodios de impago en el periodo posterior a la segunda Guerra Mundial tuvieron una duración media que equivale a la mitad de lo que duraron entre 1800 y 1945 (tres años *versus* seis años, como se muestra en la gráfica V.7).

La interpretación benevolente de este fenómeno es que los mecanismos para resolver una crisis han mejorado en comparación con la antigua "diplomacia cañonera". Después de todo, Terranova perdió nada menos y nada más que su soberanía cuando incumplió en el pago de su deuda externa en 1936, en última instancia convirtiéndose en una provincia de Canadá (véase recuadro V.2); por su parte, Egipto, entre otros países, se volvió un "protectorado" británico tras un episodio de impago.

Una explicación más cínica apunta a la posibilidad de que cuando las instituciones multilaterales de crédito, por ejemplo el FMI, facilitan un rescate, los acreedores tienen mayor disposición a aflojar un poco las riendas con sus clientes morosos. El hecho es que, como observa Eichengreen en varias publicaciones, en los últimos tiempos (desde la segunda Guerra Mundial) se ha acortado significativamente el intervalo que separa a dos

episodios de impago. Tan pronto como la deuda es reestructurada, los países se apresuran a obtener un nuevo apalancamiento (al respecto véase la discusión sobre los países del Plan Brady en el recuadro V.3).[12]

RECUADRO V.2. **La penalización del impago externo: el insólito caso de Terranova (1928-1933)**

Tal como los gobiernos a veces llevan a cabo negociaciones para que un banco saludable absorba a uno que se fue a la quiebra, la Gran Bretaña presionó a Terranova, nación soberana pero en bancarrota, para que fuera absorbida por Canadá.

La trayectoria fiscal de Terranova hacia el impago entre 1928 y 1933 puede resumirse como sigue:

Año	*Deuda pública total (millones)*	*Proporción de la deuda respecto a los ingresos*	*Pago de intereses en proporción a los ingresos*
1920	n.d.	n.d.	0.20
1928	79.9	8.4	0.40
1929	85.5	8.6	0.39
1930	87.6	7.6	0.36
1931	87.6	9.0	0.44
1932	90.1	11.4	0.59
1933	98.5	12.6	1.58

NOTA: En el caso de 89 episodios en promedio, la proporción de deuda total respecto a los ingresos al momento del impago externo es 4.2.

FUENTES: Baker (1994), Liga de las Naciones, *Statistical Yearbook* (varios años), y las estimaciones de los autores.

Ciertos sucesos aceleraron esa trayectoria:

Periodo o fecha	Suceso
1928-1933	El precio del pescado se desplomó en 48%, y el del papel prensa en 35%. El valor total de las exportaciones cayó 27% durante el mismo periodo, y el de las importaciones 44%.[a]
Comienzos de 1931	Los problemas de endeudamiento se agravaron cuando el gobierno tuvo que pedir para saldar sus deudas.
17 de febrero de 1933	El gobierno británico nombró una comisión para revisar el futuro de Terranova y en particular su situación financiera y las posibilidades futuras al respecto.
4 de octubre de 1933	La primera recomendación de la comisión fue suspender la forma actual de gobierno hasta que la isla lograra recuperar autosuficiencia económica.
21 de diciembre de 1933	Se aprobó la Ley de Préstamos despojando a Terranova de su soberanía a fin de impedir el inevitable impago.

[a] Para un recuento más detallado del episodio véase Baker (1994).

Entre 1928 y 1933, los ingresos públicos, todavía ampliamente dependientes de los aranceles, descendieron, mientras que la proporción de deuda respecto a los ingresos aumentó (véase el cuadro anterior). Asimismo se incrementó la demanda de fondos de emergencia ante el derrumbe de la industria pesquera entre 1930 y 1932. El costo del servicio de la deuda se estaba volviendo insostenible.

Mucho antes de que se manifestaran, en 1931, los problemas de endeudamiento, las finanzas fiscales de Terranova se adentraron a terrenos peligrosos. Sucesivos déficits fiscales a lo largo de la relativamente próspera década de 1920 habían provocado un incremento en las deudas (en su mayoría externas). La proporción de deuda pública respecto a los ingresos, aproximadamente 8% al comienzo de la Gran Depresión, era dos veces más grande que las proporciones de deuda respecto al ingreso en alrededor de 90 episodios de impago. Hacia 1932, tan sólo el pago de intereses absorbía la mayor parte de los ingresos. El impago parecía inevitable. Técnicamente (y sólo técnicamente), Terranova no incurrió en uno.

Como señala David Hale: "Hoy en día se considera la historia política de Terranova durante la década de 1930 como un capítulo secundario en la historia de Canadá. Prácticamente no existe conciencia de los extraordinarios eventos que ahí tuvieron lugar. El parlamento británico y el parlamento de un territorio autónomo llegaron a la conclusión de que la deuda era más importante que la democracia. El parlamento más antiguo del Imperio británico, después de Westminster, quedó abolido, y la dictadura fue impuesta a una población de 280 000 angloparlantes que habían conocido 78 años de democracia directa. El gobierno británico usó entonces sus poderes constitucionales para guiar al país hacia una federación con Canadá".[b]

Si bien no en el grado extremo de Terranova, países como Egipto, Grecia y Turquía cedieron parte de su soberanía (al menos en lo que concierne a sus finanzas públicas) a Inglaterra como consecuencia de sus impagos durante el siglo XIX. Por su parte, en 1907 los Estados Unidos establecieron un protectorado fiscal en la República Dominicana con el fin de controlar la oficina de aduanas, y más tarde, en 1916, ocuparon el país. Los Estados Unidos también ocuparon Haití y Nicaragua con el fin de controlar las aduanas y obtener ingresos por el servicio de deuda. Eran los días de la "diplomacia cañonera".

[b] Hale (2003).

RECUADRO V.3. ¿Penalización del impago externo? La desaparición de la "Tribu de los Brady"

¿Es realista asumir que un país con problemas de endeudamiento puede lograr "revertir" su situación, pasando de un nivel elevado de endeudamiento respecto al PIB a uno bajo tan sólo a partir del crecimiento económico, sin una reducción sustancial de la deuda? Esto es lo que se buscó lograr con la emisión de los bonos Brady, bonos denominados en dólares estadunidenses y emitidos por un mercado emergente con la garantía de bonos de cupón cero del Tesoro de los Estados Unidos. Los bonos Brady surgieron como parte de un esfuerzo, en la década de 1980, para reducir la deuda de los países en vías de desarrollo con frecuentes episodios de impago. Los bonos recibieron su nombre en honor del secretario del Tesoro Nicholas Brady, quien impulsó el programa de reducción de deuda. Entre los países que participaron se encontraban Argentina, Brasil, Bulgaria, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Jordania, México, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Polonia, Uruguay y Vietnam.

¿Cómo saber si se ha logrado revertir una deuda?
A fin de identificar aquellos casos en los que logró revertirse de manera significativa el endeudamiento de los países de ingreso medio y bajo durante 1970-2000, Reinhart, Rogoff y Savastano seleccionaron todos los episodios donde la proporción de la deuda externa respecto al PIB cayó 25 puntos porcentuales o más en un periodo de tres años, y luego determinaron si la caída se debió a una reducción en el numerador, a un incremento en el denominador o a una combinación de ambos.[a] El algoritmo que usaron produjo un total de 53 casos en los que se revirtió el endeudamiento entre 1970 y 2000. De éstos, 26 corresponden a países con un ingreso medio y los otros 27 a países de bajos ingresos.

Episodios en los que logró revertirse la deuda
De los 22 casos en los que logró revertirse la deuda en los países de ingresos medios y con un mercado emergente, 15 coincidieron con algún tipo de impago o reestructuración de deuda externa. En seis de los siete episodios que no coincidieron con un problema crediticio, se logró revertir la deuda sobre todo a través de pagos sobre el importe neto de la misma, y sólo en uno de los episodios (Swazilandia, 1985) el nivel de la deuda en efecto se redujo, básicamente porque ¡el país "creció" a partir de sus deudas! El crecimiento fue asimismo el factor principal del declive en los niveles de deuda en tres de los 15 casos de impago o reestructuración: Marruecos, Panamá y Filipinas. En general, este procedimiento demuestra que los países normalmente no crecen a partir de un endeudamiento, una razón más para mantenerse escépticos ante el desmedido optimismo de las estimaciones estándar sobre sustentabilidad en los países con intolerancia a la deuda.

En los casos donde se presentaron problemas crediticios, Egipto y Rusia obtuvieron (con mucho) la reducción más grande de su endeudamiento nominal como parte de las negociaciones de reestructuración. Entre los episodios que no registraron problemas crediticios, dos países asiáticos que sufrieron una crisis (Corea y Tailandia) lograron los pagos más grandes de deuda.

Las famosas negociaciones de reestructuración que como parte del Plan Brady se efectuaron en los años noventa brillaron por su ausencia entre los principales episodios en los que logró revertirse la deuda. Aunque el algoritmo usado por Reinhart, Rogoff y Savastano toma en cuenta a países como Bulgaria, Costa Rica, Jordania, Nigeria y Vietnam, países más grandes como Brasil, México y Polonia no figuran entre aquellos que hayan logrado revertir su deuda.

La misteriosa desaparición de la "Tribu de los Brady": un caso de reapalancamiento exprés
Reinhart, Rogoff y Savastano trazaron la evolución de la deuda externa en los 17 países cuyos compromisos con acreedores extranjeros fueron reestructurados como parte de las negociaciones del Plan Brady a finales de la década de 1980. A partir de este análisis del perfil de la deuda externa pudo esclarecerse por qué el algoritmo que los tres investigadores usaron para medir la reversión de la deuda no registró a 12 de los 17 países dentro del Plan Brady:

- En 10 de esos 12 casos, la caída en la proporción de deuda externa respecto al PIB producto de las reestructuraciones del Plan Brady fue inferior a 25 puntos porcentuales. De hecho, en Argentina y Perú, tres años después del acuerdo Brady, ¡la proporción de deuda respecto al PIB fue más grande de lo que había sido en el año anterior a la reestructuración!
- Para el año 2000, siete de los 17 países que emprendieron una reestructuración como parte del Plan Brady (Argentina, Brasil, Ecuador, Perú, Filipinas, Polonia y Uruguay) tuvieron niveles de deuda externa respecto al

PIB superiores a los que habían experimentado tres años después de la reestructuración, y hacia el final de ese año cuatro de esos países (Argentina, Brasil, Ecuador y Perú) tuvieron niveles de deuda superiores a los registrados antes del acuerdo Brady.

- Para 2003 cuatro miembros de la "Tribu Brady" (Argentina, Costa de Marfil, Ecuador y Uruguay) habían incumplido de nuevo en el pago de su deuda externa o la habían reestructurado.
- Para 2008, menos de 20 años después del acuerdo, Ecuador había incumplido en sus pagos en dos ocasiones. A algunos otros miembros de la tribu podría sucederles lo mismo.

[a] Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a).

En el siguiente capítulo presentamos una amplia variedad de testimonios sobre la naturaleza reiterativa (serial) del ciclo de impago por país, región y época. Al hacerlo incluimos tanto algunos de los episodios más famosos como casos poco documentados de impago o reestructuración en las actuales economías avanzadas y en varios países de Asia.

[1] Kindleberger (1989) se encuentra entre los pocos especialistas que subrayan que la década de 1950 tiene que seguirse viendo como un periodo de crisis financiera.

[2] Esta comparación pondera a los países en situación de impago en función de su PIB. En términos no ponderados (de modo que, por ejemplo, los países más pobres de África y el sur de Asia reciban la misma evaluación que Brasil o los Estados Unidos), el periodo que va de finales de la década de 1960 hasta 1982 fue testigo de un porcentaje incluso más bajo de países independientes en una situación de impago.

[3] Kindleberger (1989) subraya la prevalencia del impago después de la segunda Guerra Mundial, aunque no ofrece una estimación en términos cuantitativos.

[4] Obsérvese que en la gráfica V.2 las crisis de deuda de los años ochenta no describen un ciclo tan extenso como el anterior, pues sólo los países de ingresos medios y bajos vivieron un impago durante esa década, mientras que durante la Gran Depresión, además de los mercados emergentes, varias economías avanzadas incurrieron en un impago y muchas otras lo hicieron durante la segunda Guerra Mundial.

[5] Calvo (1998) le otorga el crédito al difunto Rudy Dornbusch, quien cita el viejo adagio bancario: “No es la velocidad la que te mata; es el alto repentino” (Dornbusch *et al.*, 1995).

[6] Reinhart, Rogoff y Savastano (2003b) mostraron cómo los países con una historia de impago externo presentaban además una historia negativa de inflaciones.

[7] Fisher (1933).

[8] Los impagos internos traen incluso peores consecuencias inflacionarias. Al respecto véase el cap. IX.

[9] Véanse Calvo, Leiderman y Reinhart (1993); Dooley *et al*. (1996), y Chuhan *et al*. (1998) para estudios pioneros donde se cuantifica la importancia de los factores externos que afectan el flujo de capital hacia los mercados emergentes, así como el acceso de éstos a los mercados de crédito. Sobre cómo predecir un impago con factores internos y algunos globales, véase Manasse y Roubini (2005).

[10] Véanse Kaminsky, Reinhart y Végh (2004), y Aguiar y Gopinath (2007).

[11] Véase la obra de Reinhart y Reinhart (2009), quienes documentan la incidencia común de “bonanzas en el flujo de capital” en los años anteriores a las crisis de deuda de los mercados emergentes. Cabe notar que este análisis muestra además que dichas bonanzas preceden a las crisis bancarias tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

[12] El recuadro V.3 resume algunos de los resultados en Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a), trabajo que ofrece evidencia empírica de esta tendencia a “apresurarse a obtener nuevos créditos”.

VI. EL IMPAGO EXTERNO A LO LARGO DE LA HISTORIA

> El impago serial, es decir, el impago soberano repetido, no es una invención de los actuales mercados emergentes. Antes bien, muchos de los países que hoy son ricos tuvieron problemas similares cuando fueron mercados emergentes. El incumplimiento serial en el pago de deuda externa es la norma en todos los continentes, incluyendo Asia y Europa.

LA AMPLIA perspectiva que nuestro conjunto de datos ofrece en términos temporales y geográficos repercute de manera significativa en nuestro entendimiento del impago: nos permite ver que prácticamente todos los países han incumplido en el pago de deuda externa al menos una vez, y que varios lo han hecho un sinfín de veces durante su fase como economías emergentes, periodo que por lo general dura uno o dos siglos al menos.

LA HISTORIA TEMPRANA DEL IMPAGO SERIAL: LA EUROPA EMERGENTE (1300-1799)

Los actuales mercados emergentes difícilmente pueden atribuirse la invención del impago serial. El cuadro VI.1 enlista el número de impagos, junto con los años en que los mismos se cometieron entre 1300 y 1799, de varios de los actuales países ricos de Europa (Austria, Inglaterra, Francia, Alemania, Portugal y España).

Los impagos de España establecieron un récord que hasta la fecha nadie ha podido romper. En efecto, España se las arregló para incumplir en sus pagos en siete ocasiones tan sólo durante el siglo XIX, luego de seis impagos en los tres siglos anteriores.

Con esta serie de impagos a lo largo del siglo XIX, España desplazó a Francia con el mayor número. Esta última había incumplido sus obligaciones de deuda en ocho ocasiones entre 1500 y 1800. Dado que durante estos episodios de incumplimiento en el pago de deuda externa los monarcas franceses tuvieron la costumbre de ejecutar a sus principales acreedores internos (antigua y definitiva forma de “reestructurar la deuda”), la población llegó a referirse a tales eventos como la “sangría”.[1] El ministro francés de finanzas Abbe Terray, en el cargo de 1768 a 1774, incluso opinaba que los gobiernos debían incumplir en el pago de sus deudas al menos una vez cada 100 años con el fin de restaurar el equilibrio.[2]

CUADRO VI.1. *Los primeros impagos externos: Europa en 1300-1799*

País	*Años del impago*	*Número de impagos*
Alemania (Prusia)	1683	1
Austria	1796	1
España	1557, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647	6
Francia	1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788	8
Inglaterra	1340, 1472, 1594*	2*
Portugal	1560	1

NOTA: El asterisco indica nuestra duda en cuanto a si el impago de Inglaterra fue sobre su deuda interna o externa.

FUENTES: Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a), así como las fuentes ahí citadas; MacDonald (2006).

Es notable, sin embargo, que a pesar del trauma que el país vivió luego de la Revolución y las guerras napoleónicas, Francia se las haya arreglado para salir finalmente de su condición de nación morosa serial. No cometió impagos ni en el siglo XIX ni en el XX, y tampoco lo ha hecho (hasta ahora por lo menos) durante el siglo XXI. Por lo tanto, Francia puede considerarse entre los primeros países en "graduarse" del impago serial, asunto que tratamos con más detalle en el recuadro VI.1.

Por su parte, Austria y Portugal incumplieron en el pago de su deuda sólo una vez en el periodo hasta 1800, pero luego, como veremos, los dos cometieron algunos impagos a lo largo del siglo XIX.

Dos siglos después de que Inglaterra incurrió en un impago, con Eduardo III en el trono, el rey Enrique VIII inició una degradación monumental de la moneda, de hecho incumpliendo en el pago de todas las deudas internas de la Corona. Más aún, se adueñó por completo de las inmensas tierras de la Iglesia católica. Estas incautaciones, a menudo acompañadas de ejecuciones, aunque en sentido estricto no fueron impagos de bonos, ciertamente tuvieron las características de un incumplimiento en las obligaciones de deuda soberana, si bien no exactamente de deuda internacional.

RECUADRO VI.1. **La graduación de Francia tras ocho impagos externos (1558-1788)**

Antes de 1500 las finanzas de Francia fueron completamente inestables, en parte debido a las espectaculares degradaciones periódicas de la moneda. Tan sólo en 1303, Francia degradó el contenido en plata de sus monedas en más de 50%. En ocasiones, los ingresos que el país obtuvo manipulando la moneda superaron los obtenidos por cualquier otro medio.[a]

La monarquía francesa comenzó a acumular deudas a partir de 1552 con Francisco I. Luego, como resultado de un sistema contable extremadamente opaco y de una dependencia continua de financiamientos a corto plazo, la enorme vulnerabilidad del país quedó de manifiesto cuando Felipe II de España trastornó los

mercados financieros con su decisión de cometer un impago en 1557. Tal como sucede en los mercados financieros modernos, donde el impago de un país puede propagarse y contagiar a otros, el rey de Francia, Enrique II, pronto fue incapaz de refinanciar la deuda a corto plazo. Sus esfuerzos para convencer a los prestamistas de que no pretendía seguir el ejemplo del rey Felipe sirvieron por un tiempo; sin embargo, hacia 1558 Francia no tuvo más remedio que también incurrir en un impago. El colapso de 1557-1560 tuvo repercusiones a escala internacional, propagándose por buena parte de Europa.[b]

En 1558, el problema inmediato de Francia pudo haber sido el impago español; sin embargo, más grave fue su incapacidad para desarrollar un sistema financiero menos opaco. Por ejemplo, de manera sistemática Francisco I vendió varias dependencias públicas, renunciando así a futuros ingresos tributarios a cambio de ganancias inmediatas. La corrupción era galopante. Sin un control centralizado sobre la recaudación tributaria, Francia fue golpeada una y otra vez por episodios de impago, entre ellos varios pequeños además de los ocho citados en el cuadro VI.1.

La Guerra de Sucesión española (1701-1714) condujo a una explosión de deudas que paralizaron sobre todo a Francia, dadas las dificultades que su gobierno central enfrentaba para fortalecer la recaudación fiscal. Las enormes deudas asociadas con la guerra dieron pie a algunos de los experimentos financieros más estudiados y famosos de la historia, entre ellos las burbujas especulativas de Misisipi y del Mar del Sur, inmortalizadas por Charles Kindleberger en su obra clásica sobre burbujas, manías y pánicos.[c]

Los últimos impagos de Francia en el siglo XVIII ocurrieron en 1770 y 1778.[d] El primero de éstos siguió a la Guerra de los Siete Años (1756-1763), cuando Inglaterra, mejor desarrollada en términos financieros, simplemente rebasó (demandando cada vez mayores recursos públicos) la capacidad del gobierno francés para mantenerse al nivel debido a su menor desarrollo financiero.

En teoría, 1778 fue el año del último impago francés, aunque, como veremos, la Francia posrevolucionaria padeció una hiperinflación de dimensiones épicas que la llevó a eliminar de golpe prácticamente todas sus deudas, públicas y privadas. A pesar de todo, la trayectoria histórica de Francia en años posteriores sobresale por el modo en que el país se las arregló para "graduarse" y evitar nuevos impagos.

[a] MacDonald (2006).
[b] *Ibid.*
[c] Kindleberger (1989).
[d] Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a).

FLUJOS DE CAPITAL E IMPAGO: UNA HISTORIA DEL VIEJO MUNDO

En la gráfica VI.1, basada en la España del siglo XVII, puede observarse de manera muy tangible el ciclo del flujo de capital. La figura ilustra cuán común es que un impago se produzca después de grandes escaladas en el ingreso de capital (el cual suele entrar a raudales durante la euforia que acompaña a la sensación de "esta vez es distinto").

PANORAMA GENERAL DEL IMPAGO SOBERANO EXTERNO DESPUÉS DE 1800

A partir del siglo XIX, la combinación del desarrollo de los mercados de capital internacional y el surgimiento de nuevos Estados-nación condujo a una explosión de impagos internacionales.

El cuadro VI.2 enlista los episodios de impago y reprogramación que durante el siglo XIX tuvieron lugar en África, Europa y Latinoamérica. En el capítulo IV explicamos por qué, desde una perspectiva teórica, las reprogramaciones de deuda son en realidad impagos parciales negociados. El asunto es tan importante que nos sentimos obligados a

extendernos, en particular subrayando por qué la reprogramación está asimismo relacionada con el impago definitivo desde una perspectiva práctica.

GRÁFICA VI.1. *España: impagos y préstamos a la Corona en 1601-1679 (total móvil de tres años)*



NOTA: Los impagos de 1607, 1627 y 1647 están representados por las líneas verticales.
FUENTES: Gelabert (1999a, 1999b) y European State Finance Database (Bonney, sin fecha).

Quienes se adhieren a tal perspectiva no se equivocan cuando ven en las reprogramaciones impagos parciales negociados; esto por dos razones principalmente. La primera razón, desde luego, es que la reprogramación de deuda a menudo conlleva una reducción en las tasas de interés, cuando no del principal. La segunda razón, tal vez más importante que la primera, es que la reprogramación de deuda internacional por lo general acaba asignándole a los inversionistas activos no líquidos que pueden no ser redituables por décadas. Esta iliquidez representa un enorme costo para los inversionistas, pues los obliga a tomar un activo riesgoso, a menudo con una compensación muy por debajo del precio del riesgo en el mercado. Por otra parte, es cierto que los inversionistas que han acogido una deuda soberana en situación de impago por un número considerable de años—a veces décadas—al final han obtenido ganancias similares a las que habrían recibido durante el mismo periodo invirtiendo en bonos relativamente libres de riesgo emitidos por los centros financieros (el Reino Unido o, tiempo después, los Estados Unidos). De hecho, se han escrito varios ensayos que presentan precisamente estos cálculos.[3]

Aunque es interesante la semejanza entre ambos rendimientos, cabe subrayar que el punto de referencia correcto es el rendimiento sobre activos no líquidos de alto riesgo, y no sobre activos altamente líquidos de bajo riesgo. No es una coincidencia que tras la crisis estadunidense de las hipotecas de alto riesgo, en 2007, la deuda asociada con dicha crisis se vendiera a un precio de remate en relación con el valor que se esperaba tendrían los pagos futuros. Los inversionistas creían que si retiraban su dinero obtendrían un

rendimiento mucho mayor en algún otro sector de la economía, siempre y cuando estuvieran dispuestos a tomar activos no líquidos de alto riesgo. Por supuesto, tenían razón. Invertir en activos no líquidos riesgosos es precisamente el modo en que los fondos de capital de riesgo y de capital privado, por no mencionar las donaciones a las universidades, han logrado obtener enormes dividendos (hasta finales de la década pasada). En cambio, reprogramar la deuda a tasas de interés por debajo del valor en el mercado supone riesgos para el acreedor con ninguna de las ventajas asociadas, por ejemplo, con los fondos de inversión de capital de riesgo. Así pues, la diferencia entre una reprogramación de deuda—impagos parciales negociados—y un impago declarado (que casi siempre termina en un pago parcial) no es tan grande.

El cuadro VI.2 enlista además el año de independencia de cada país. Buena parte de Asia y África fue colonizada durante este periodo, dándole a Europa y Latinoamérica una considerable ventaja en el camino al despilfarro fiscal y el impago. Los únicos países africanos que incumplieron en sus pagos de deuda durante este periodo fueron Túnez (1867) y Egipto (1876). Aunque no tan prolífica como España, Austria destaca con cinco impagos. Grecia, independiente sólo hasta 1829, recuperó el tiempo perdido cometiendo cuatro impagos. La morosidad fue igualmente endémica en toda Latinoamérica, con los seis episodios venezolanos y los cuatro de Colombia, Costa Rica, República Dominicana y Honduras.

CUADRO VI.2. *Impago externo y reprogramación*: África, Europa y Latinoamérica en el siglo XIX

País y fecha de independencia[a]	*Años del impago y reprogramación*			
	1800-1824	*1825-1849*	*1850-1874*	*1875-1899*
África				
Egipto, 1831				1876
Túnez			1867	
Europa				
Alemania				
Hesse	1814			
Prusia	1807, 1813			
Schleswig-Holstein			1850	
Westfalia	1812			
Austria-Hungría	1802, 1805, 1811, 1816		1868	
España	1809, 1820	1831, 1834	1851, 1867, 1872	1882
Francia	1812			
Grecia, 1829		1826, 1843	1860	1893
Holanda	1814			
Portugal		1828, 1837, 1841, 1845	1852	1890
Rusia		1839		
Suecia	1812			
Turquía				1876
Latinoamérica				
Argentina, 1816		1827		1890
Bolivia, 1825				1875
Brasil, 1822				1898
Chile, 1818		1826		1880
Colombia, 1819		1826	1850, 1873	1880
Costa Rica, 1821		1828	1874	1895
Ecuador, 1830		1826	1868	1894
El Salvador, 1821		1828		1898
Guatemala, 1821		1828		1876, 1894, 1899
Honduras, 1821		1828	1873	
México, 1821		1827, 1833, 1844	1866	1898
Nicaragua, 1821		1828		1894
Paraguay, 1811			1874	1892
Perú, 1821		1826		1876
República Dominicana, 1845			1872	1892, 1897 1899
Uruguay, 1811				1876, 1891
Venezuela, 1830		1826, 1848	1860, 1865	1892, 1898

[a] Se indica la fecha de independencia de los países durante el siglo XIX.

FUENTES: Standard & Poor, Purcell y Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a) y las fuentes citadas por éstos.

Revisar las columnas del cuadro VI.2 nos ofrece asimismo un panorama general de la

distribución de los impagos simultáneos por continente y a escala mundial. Puede observarse que varios países europeos cometieron impagos durante o justo antes de las guerras napoleónicas, mientras que varios países de Latinoamérica (junto con su madre patria, España) incumplieron en el pago de deuda durante la década de 1820. (Para un resumen de los inicios de Latinoamérica en los mercados internacionales, véase el recuadro VI.2.) La mayoría de estos impagos estuvieron asociados con las guerras de independencia en la región. Aunque ninguno de los subsecuentes impagos simultáneos ha sido tan pronunciado en cuanto al número de países involucrados, episodios notables de impago global tuvieron lugar desde finales de la década de 1860 hasta mediados de la de 1870, y una vez más desde mediados de la década de 1880 hasta principios de la de 1890. Más adelante revisaremos de manera un poco más sistemática este racimo de impagos.

Pasamos a continuación al siglo XX. El cuadro VI.3 muestra los impagos en Asia y África. A pesar de su riqueza petrolera, Nigeria posee el extraordinario récord de cinco impagos desde que logró su independencia en 1960, la frecuencia más grande a escala mundial en ese periodo de tiempo. Indonesia ha incurrido en cuatro impagos. Marruecos, contando su primer impago en 1903 como parte de un primer periodo como país independiente, también incurrió en tres impagos a lo largo del siglo XX. Por su parte, la India se jacta de haber escapado de la crisis asiática de la década de 1990 (en parte gracias a un control extremo de los capitales y a una represión financiera); sin embargo, la realidad es que se ha visto obligada a reprogramar su deuda externa en tres ocasiones desde su independencia, si bien ha dejado de hacerlo desde 1972. Aunque China no incurrió en ningún impago durante el periodo comunista, lo hizo sobre su deuda externa en 1921 y 1939.

Así pues, como se muestra en el cuadro VI.3, la idea de que los países latinoamericanos y los europeos de bajos ingresos fueron los únicos que incurrieron en un impago durante el siglo XX es una exageración, por decir lo menos.

El cuadro VI.4 vuelve la mirada a Europa y Latinoamérica, continentes cuyos países, con una cuantas excepciones, fueron independientes a lo largo del siglo XX. Una vez más, al igual que en los cuadros anteriores, observamos que los impagos tienden a darse en grupos, sobre todo si se piensa en la época de la Gran Depresión (cuando buena parte del planeta incurrió en un impago), así como en las crisis de deuda de los años ochenta y noventa. El último de estos episodios fue testigo de un número relativamente menor de impagos técnicos gracias a la intervención decidida de la comunidad oficial, en particular del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Qué tan convenientes fueron esas colosales intervenciones es un problema distinto que aquí no abordaremos. En el cuadro sobresalen los cinco impagos de Turquía, los seis de Perú y los siete de Brasil y Ecuador. Otros países incurrieron en un número similar de impagos.

Recuadro VI.2. **Los inicios de Latinoamérica en los mercados de capital, 1822-1825**

El siguiente cuadro refleja el endeudamiento de las entonces recién independientes (o recién creadas) naciones de Latinoamérica entre 1822 y 1825:

País	*Valor total de bonos emitidos en Londres, 1822-1825 (en libras esterlinas)*
Argentina (Buenos Aires)	3 200 000
Brasil	1 000 000
Centroamérica	163 300
Chile	1 000 000
Gran Colombia (Colombia, Ecuador, Venezuela)	6 750 000
México	6 400 000
Perú	1 816 000
Poyais	200 000

Fuentes: Marichal (1989) y los autores.

Los volátiles y a veces caóticos mercados financieros europeos de las guerras napoleónicas habían recuperado su estabilidad hacia principios de la década de 1820. En una rápida secuencia de eventos, España había perdido una colonia tras otra en Centro y Sudamérica, y las legendarias minas de plata y oro del Nuevo Mundo habían sido abandonadas a su suerte.

Participantes perennes en la afanosa búsqueda de mayores rendimientos, los banqueros e inversionistas londinenses fueron arrastrados por la fiebre de la plata. La gran demanda en Europa para invertir en Latinoamérica, junto con nuevos gobernantes latinoamericanos desesperados por conseguir fondos que apoyaran el proceso de construcción de sus naciones (entre otras cosas), produjo un incremento en los préstamos desde Londres (en su mayor parte) a los países latinoamericanos (en su mayor parte).

De acuerdo con Marichal, a mediados de 1825, 26 compañías mineras se habían registrado en la Royal Exchange. Cualquier inversión en Latinoamérica se volvió tan codiciada como un siglo antes lo habían sido las acciones del Mar del Sur (en 1825 tristemente célebres). En medio de este ambiente de "exuberancia irracional", entre 1822 y 1825 los estados latinoamericanos recolectaron más de 20 millones de libras.

El general Sir Gregor MacGregor, que había viajado a Latinoamérica y luchado como mercenario en el ejército de Simón Bolívar, aprovechó la oportunidad para convencer a sus coterráneos escoceses de invertir sus ahorros en el ficticio país de Poyais. Su ciudad capital, San José (de acuerdo con el folleto informativo difundido por entonces), presumía contar con "amplias avenidas, edificios con columnas y una espléndida catedral abovedada". Quienes tuvieran la intrepidez y la visión suficiente para atravesar el Atlántico y establecerse en Poyais podrían construir aserraderos para explotar los bosques locales y fundar minas de oro. También los banqueros londinenses se sintieron persuadidos ante un futuro económico tan promisorio, y en 1822 MacGregor (el príncipe de Poyais) emitió un bono en Londres por 160 000 libras esterlinas a un precio de emisión al público de 80 libras, muy por encima del precio de emisión del primer bono chileno que circuló. La tasa de interés de 6% era la misma que la disponible para Buenos Aires, Centroamérica, Chile, la Gran Colombia y Perú durante ese episodio. Tal vez lo mismo da que Poyais enfrentara las mismas condiciones de crédito que los países reales, pues de cualquier modo todos incumplirían en el pago de su deuda externa entre 1826 y 1828, dando pie a la primera crisis de deuda en Latinoamérica.

CUADRO VI.3. *Impago y reprogramación: África y Asia en el siglo XX y hasta 2008*

	Años del impago y reprogramación			
País y fecha de independencia[a]	*1900-1924*	*1925-1949*	*1950-1974*	*1975-2008*
África				
Angola, 1975				1985
Argelia, 1962				1991
Costa de Marfil, 1960				1983, 2000
Egipto				1984
Kenia, 1963				1994, 2000
Marruecos, 1956	1903			1983, 1986
Nigeria, 1960				1982, 1986, 1992, 2001, 2004
República Centroafricana, 1960				1981, 1983
Sudáfrica, 1910				1985, 1989, 1993
Zambia, 1964				1983
Zimbabwe, 1965			1965	2000
Asia				
China	1921	1939		
Filipinas, 1947				1983
Japón		1942		
La India, 1947			1958, 1969, 1972	
Indonesia, 1949			1966	1998, 2000, 2002
Myanmar, 1948				2002
Sri Lanka, 1948				1980, 1982

[a] Se indica la fecha de independencia de los países durante el siglo xx.
FUENTES: Standard & Poor, Purcell y Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a) y las fuentes por ellos citadas.

Hasta aquí nos hemos concentrado en el número de impagos, pero tal parámetro es un tanto arbitrario. Los episodios de impago pueden estar conectados entre sí, sobre todo cuando las condiciones para reestructurar la deuda son severas, haciendo casi inevitable una recaída. En los cuadros anteriores hemos tratado de excluir episodios cuya conexión es evidente, de modo que cuando un impago se da como consecuencia de uno previo en los dos años posteriores a este último, tomamos ambos impagos como un único episodio. Sin embargo, para comprender mejor el historial de impago de cada país, a continuación

revisamos el número de años que cada uno ha permanecido en una situación de impago desde su fecha de independencia.

CUADRO VI.4. *Impago y reprogramación: Europa y Latinoamérica en el siglo XX y hasta 2008*

	Años del impago y reprogramación			
País y fecha de independencia[a]	*1900-1924*	*1925-1949*	*1950-1974*	*1975-2008*
Europa				
Alemania		1932, 1939		
Austria		1938, 1940		
Grecia		1932		
Hungría, 1918		1932, 1941		
Polonia, 1918		1936, 1940		1981
Rumania		1933		1981, 1986
Rusia	1918			1991, 1998
Turquía	1915	1931, 1940		1978, 1982
Latinoamérica				
Argentina			1951, 1956	1982, 1989, 2001
Bolivia		1931		1980, 1986, 1989
Brasil	1902, 1914	1931, 1937	1961, 1964	1983
Chile		1931	1961, 1963, 1966, 1972, 1974	1983
Colombia	1900	1932, 1935		
Costa Rica	1901	1932	1962	1981, 1983, 1984
República Dominicana		1931		1982, 2005
Ecuador	1906, 1909, 1914	1929		1982, 1999, 2008
El Salvador	1921	1932, 1938		
Guatemala		1933		1986, 1989
Honduras				1981
México	1914	1928		1982
Nicaragua	1911, 1915	1932		1979
Panamá, 1903		1932		1983, 1987
Paraguay	1920	1932		1986, 2003
Perú		1931	1969	1976, 1978, 1980, 1984
Uruguay	1915	1933		1983, 1987, 1990, 2003
Venezuela				1983, 1990, 1995, 2004

NOTA: La deuda externa que durante la segunda Guerra Mundial contrajeron los países aliados con los Estados Unidos fue saldada sólo a través de un acuerdo mutuo, en especial la del Reino Unido. Técnicamente, esta condonación de deuda constituye un impago.

[a] Se indica la fecha de independencia cuando ésta se llevó a cabo en el siglo XX.

FUENTES: Standard & Poor, Purcell y Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a) y las fuentes por ellos citadas.

Comenzamos con los resultados obtenidos para Asia y África en el cuadro VI.5. Para

cada país, el cuadro presenta el año de independencia, el número total de impagos y reprogramaciones (de acuerdo con nuestro parámetro) y el número de años (en términos porcentuales) que desde 1800 (o desde su independencia, si ésta es más reciente) el país ha permanecido en una situación de impago o reprogramación. Llama la atención que, si bien Asia ha vivido un sinfín de impagos, el episodio típico se ha resuelto de manera relativamente rápida. Sólo China, La India, Indonesia y Filipinas han pasado más de 10% de su vida independiente en una situación de impago (aunque, desde luego, si se les pondera en función de su población, estos países representan casi la totalidad del continente). El historial de África es mucho peor, con varios países en una situación de impago durante casi la mitad de su vida independiente. Sin duda, una de las principales razones de que los impagos africanos sean menos célebres que, por ejemplo, los latinoamericanos, es que las deudas de los países africanos por lo general han sido relativamente menores y las repercusiones sistémicas menos graves. A pesar de tales circunstancias, los efectos no han sido, desde luego, menos traumáticos para la población africana, que ha tenido que soportar los mismos costos producto de una súbita consolidación fiscal y un acceso restringido al crédito, a menudo con elevadas tasas de interés y una depreciación en el tipo de cambio.

El cuadro VI.6 presenta el mismo resumen estadístico para Europa y Latinoamérica. Grecia, como se dijo, ha pasado desde 1800 más de la mitad del tiempo en una situación de impago. Varios países latinoamericanos pasaron alrededor de 40% del tiempo en una situación de impago, entre ellos Costa Rica, México, Nicaragua, Perú, República Dominicana y Venezuela.

En la mayoría de los países europeos, el impago ha tenido una persistencia similar, si bien la varianza ha sido significativa, dependiendo sobre todo de cuánto tiempo han tendido los países a permanecer en una situación de impago (compárese por ejemplo el deudor serial Austria, que ha tendido a salir de sus problemas de deuda con cierta rapidez, con Grecia, que vivió en un estado perpetuo de impago por más de un siglo). En términos generales puede observarse que los episodios de impago, aunque recurrentes, están lejos de ser continuos. Sin duda tan amplios intervalos son un reflejo de los ajustes que deudores y acreedores realizan inmediatamente después de cada ciclo de impago. Por ejemplo, hoy en día muchos mercados emergentes están siguiendo políticas macroeconómicas bastante conservadoras. Sin embargo, con el paso del tiempo y tras un largo periodo de calma, la cautela casi siempre se transforma en optimismo y despilfarro.

CUADRO VI.5. *Total acumulativo de impago y reprogramación: África y Asia desde el año de independencia y hasta 2008*

País	*Número de años en situación de impago o reprogramación desde su independencia o desde 1800*[a]	*Número total de impagos y/o reprogramaciones*
África		
Angola	59.4	1
Argelia	13.3	1
República Centroafricana	53.2	2
Costa de Marfil	48.9	2
Egipto	3.4	2
Kenia	13.6	2
Marruecos	15.7	4
Nigeria	21.3	5
República de Mauricio	0.0	0
Sudáfrica	5.2	3
Túnez	5.3	1
Zambia	27.9	1
Zimbabwe	40.5	2
Asia		
China	13.0	2
Corea	0.0	0
Filipinas	16.4	1
Hong Kong	0.0	0
La India	11.7	3
Indonesia	15.5	4
Japón	5.3	1
Malasia	0.0	0
Myanmar	8.5	1
Singapur	0.0	0
Sri Lanka	6.8	2
Tailandia	0.0	0
Taiwán	0.0	0

[a] Para los países que lograron su independencia antes de 1800, las estimaciones corresponden al periodo 1800-2008.

FUENTES: Las estimaciones de los autores, Standard & Poor's, Purcell y Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a) y las fuentes por ellos citadas.

CUADRO VI.6. *Total acumulativo de impago y reprogramación: Europa, Latinoamérica, Norteamérica y Oceanía desde el año de independencia y hasta 2008*

País	*Número de años en situación de impago o reprogramación desde su independencia o desde 1800*[a]	*Número total de impagos y/o reprogramaciones*
Europa		
Alemania	13.0	8
Austria	17.4	7
Bélgica	0.0	0
Dinamarca	0.0	0
España	23.7	13
Finlandia	0.0	0
Francia	0.0	8
Grecia	50.6	5
Holanda	6.3	1
Hungría	37.1	7
Italia	3.4	1
Noruega	0.0	0
Polonia	32.6	3
Portugal	10.6	6
Reino Unido	0.0	0
Rumania	23.3	3
Rusia	39.1	5
Suecia	0.0	0
Turquía	15.5	6
Latinoamérica		
Argentina	32.5	7
Bolivia	22.0	5
Brasil	25.4	9
Chile	27.5	9
Colombia	36.2	7
Costa Rica	38.2	9
Ecuador	58.2	9
El Salvador	26.3	5
Guatemala	34.4	7
Honduras	64.0	3
México	44.6	8
Nicaragua	45.2	6
Panamá	27.9	3
Paraguay	23.0	6
Perú	40.3	8
República Dominicana	29.0	7
Uruguay	12.8	8
Venezuela	38.4	10
Norteamérica		
Canadá	0.0	0
Estados Unidos	0.0	0
Oceanía		
Australia	0.0	0
Nueva Zelanda	0.0	0

[a] Para los países que alcanzaron su independencia antes de 1800, las estimaciones corresponden al periodo 1800-2008.

FUENTES: Estimaciones de los autores, Standard & Poor's, Purcell y Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a) y las fuentes ahí citadas.

Con el fin de resumir la información de los cuadros VI.5 y VI.6, puede trazarse una cronología que permite apreciar el número de países en situación de impago o reprogramación en un momento determinado. Ya hemos presentado esa cronología en la gráfica V.1 en cuanto al número total de países y en la gráfica V.2 en cuanto a la proporción de ingreso mundial. Este par de figuras muestran el fenómeno de la morosidad en racimo o simultánea de un modo mucho más pronunciado que nuestros cuadros sobre primeros impagos.

Más adelante, en el capítulo XVI, estudiaremos con mayor profundidad y de manera más sistemática la verdadera esencia de una crisis financiera global.

[1] Véase Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a), quienes agradecen a Harold James por esta observación.

[2] Winkler (1933), p. 29. ¿Habrá leído Thomas Jefferson estas palabras?, pues tiempo después sostendría que "el árbol de la libertad debe renovarse de vez en cuando con la sangre de los patriotas y los tiranos".

[3] Véase por ejemplo Mauro *et al*. (2006).

TERCERA PARTE

LA HISTORIA OLVIDADA DE LA DEUDA INTERNA Y SU IMPAGO

Para el grueso de los países, obtener información sobre deuda pública interna, incluso si se trata de las últimas dos décadas, es una labor arqueológica.

VII. LOS HECHOS ESTILIZADOS DE LA DEUDA INTERNA Y SU IMPAGO

La deuda interna representa una porción considerable de la deuda total de los países: en el caso de los 64 países para los que disponemos de series temporales de largo alcance, la deuda interna promedia casi dos terceras partes de la deuda pública total. Para la mayor parte de la muestra, este tipo de deuda normalmente ha devengado una tasa de interés de mercado, excepto durante la época de represión financiera que siguió a la segunda Guerra Mundial.

DEUDA INTERNA Y EXTERNA

En la primera parte hablamos de la naturaleza asombrosamente exótica de nuestra extensa base de datos sobre deuda interna, compuesta por 64 países. De hecho, sólo muy recientemente unos cuantos grupos de especialistas han comenzado a reunir información para el periodo contemporáneo.[1]

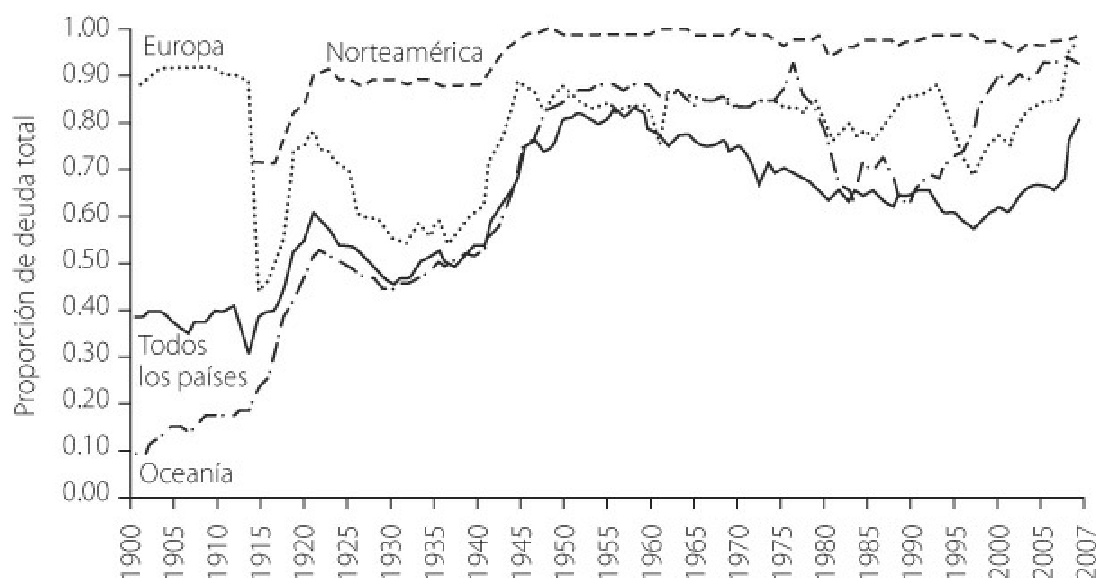
La gráfica VII.1 delinea la proporción de deuda interna en relación con la deuda pública total entre 1900 y 2007. Oscila entre 40 y 80%. (Para los datos disponibles por país véase el apéndice A.2.) Las gráficas VII.2 y VII.3 desglosan esta información por continente. Las cifras de las gráficas corresponden a los promedios simples para los distintos países. Sin embargo, los porcentajes son también bastante representativos en el caso de varios de los mercados emergentes de la muestra (incluyendo países hoy ricos como Austria, Grecia y España cuando eran todavía mercados emergentes).[2] Como las gráficas lo ponen de manifiesto, todos los continentes y no sólo un puñado de países europeos y latinoamericanos, como suele ser el caso en la mayoría de los títulos sobre deuda externa, están bien representados.

GRÁFICA VII.1. *Proporción de deuda pública interna en relación con la deuda total: todos los países (1900-2007)*



FUENTES: Liga de las Naciones, Organización de las Naciones Unidas y otras fuentes citadas en el apéndice A.2.

GRÁFICA VII.2. *Proporción de deuda pública interna en relación con la deuda total: economías avanzadas (1900-2007)*

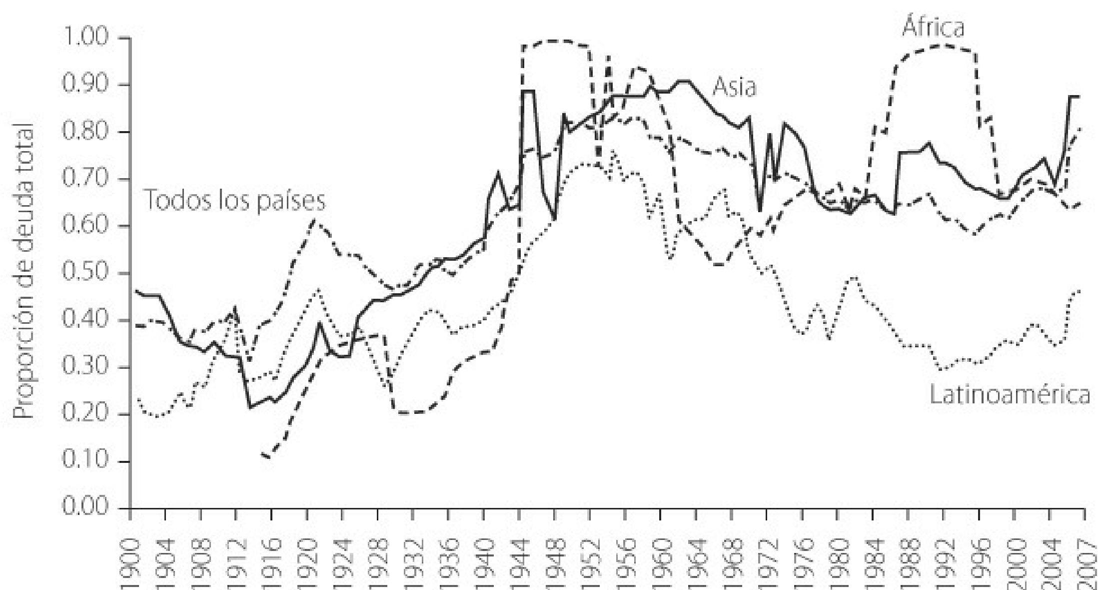


FUENTES: Liga de las Naciones, Organización de las Naciones Unidas y otras fuentes citadas en el apéndice A.2.

Desde luego, la experiencia ha sido diversa. En cuanto a las economías avanzadas, la deuda interna corresponde a la porción más importante de los pasivos del sector público. En el otro extremo, en algunos mercados emergentes, en especial durante las décadas de 1980 y 1990, los mercados de deuda interna recibieron un golpe brutal debido a la

propensión de varios gobiernos a crear inflación (a veces desencadenando hiperinflaciones). Por ejemplo, en los años posteriores a la hiperinflación de 1989 y 1990, la deuda interna de Perú oscilaba entre 10 y 20% de su deuda pública. Sin embargo, esto no fue siempre así. Las primeras entradas en la base de datos de la Liga de las Naciones a partir del final de la primera Guerra Mundial muestran que la deu da interna de Perú correspondía en ese entonces a casi dos terceras partes de su deuda pública, proporción similar en el caso de muchos otros países de Latinoamérica durante el mismo periodo. De hecho, la proporción fue incluso superior en la década de 1950, cuando los centros financieros del mundo redujeron sus créditos al exterior.

GRÁFICA VII.3. *Proporción de deuda pública interna en relación con la deuda total: mercados emergentes (1900-2007)*

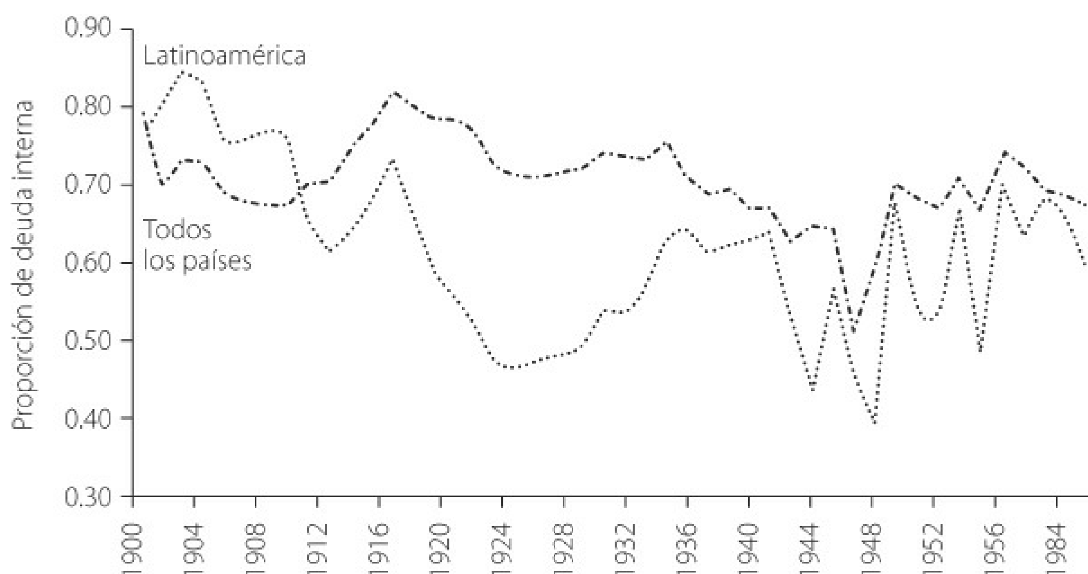


FUENTES: Liga de las Naciones, Organización de las Naciones Unidas y otras fuentes citadas en el apéndice A.2.

VENCIMIENTO, TASA DE RENDIMIENTO Y COMPOSICIÓN MONETARIA

Además de mostrar que la deuda pública interna representa una porción considerable de la deuda total, nuestros datos disipan la creencia de que hasta hace poco tiempo los mercados emergentes (y los países en vías de desarrollo) no habían podido obtener préstamos a largo plazo. Como se observa en la gráfica VII.4, la deuda a largo plazo representa una porción significativa del importe total de la deuda para buena parte de la muestra, al menos durante el periodo 1914-1959. Para este mismo periodo, la base de datos de la Liga de la Naciones/ONU proporciona importantes detalles en cuanto a la estructura de vencimiento. Quizá sorprenda a varios lectores (como nos sucedió a nosotros) que la actual tendencia hacia deudas a corto plazo es un fenómeno hasta cierto punto reciente, sin duda producto de la "fatiga inflacionaria" de las décadas de 1970 y 1980.

GRÁFICA VII.4. *Proporción de deuda interna con un vencimiento a largo plazo: todos los países y Latinoamérica (1914-1959)*



FUENTES: Liga de las Naciones, Organización de las Naciones Unidas y otras fuentes citadas en el apéndice A.2.

Tampoco realmente novedoso fue el hecho de que, una década antes de la crisis financiera de 2007, muchos mercados emergentes comenzaran a pagar tasas de interés de mercado sobre su deuda interna. Por supuesto, en la época que siguió a la segunda Guerra Mundial, varios gobiernos reprimieron sus mercados financieros internos fijando topes reducidos para las tasas de depósito y requisitos elevados para las reservas bancarias, entre otros mecanismos, tales como créditos dirigidos y requisitos mínimos para adquirir deuda pública en la cartera de los bancos comerciales y de los fondos de pensiones. Sin embargo, en los hechos, la información sobre las tasas de interés para la primera mitad del siglo XX muestra que la represión financiera no fue ni demasiado fuerte ni universal. Como lo revela el cuadro VII.1 para el periodo 1928-1946 (el mejor documentado), la tasa de interés sobre las emisiones de deuda interna y externa fue relativamente similar, lo que confirma la tesis de que el mercado determinaba las tasas de interés sobre deuda interna, o al menos en una medida importante éstas reflejaban las tendencias del mercado.

Por último están los aspectos inflacionario y de indexación en divisas extranjeras. Muchos observadores vieron en la famosa emisión mexicana de deuda interna vinculada al dólar (los llamados *tesobonos*), a principios de los años noventa, una innovación importante. Como se creía entonces, esta vez fue en verdad distinto. Hoy sabemos que el fenómeno no tenía nada de nuevo. A finales del siglo XIX, Argentina había emitido bonos públicos internos denominados en libras esterlinas, y en los años sesenta Tailandia emitió deuda interna vinculada al dólar. (Para los estudios de caso véase el cuadro VII.1; para las fuentes véanse los apéndices.)[3]

CUADRO VII.1. *Tasas de interés sobre deuda externa e interna (1928-1946)*

	Gama de tasas de interés (porcentual)	
País	*Emisiones de deuda interna*	*Emisiones de deuda externa*
Alemania	3.5-7	5.5-6
Argentina	3-6	3.5-4.5
Australia	2-4	3.375-5
Austria	4.5-6	5
Bélgica	3.5-5	3-7
Bolivia	.25-8	6-8
Brasil	4-7	4-7
Bulgaria	4-6.5	7-7.5
Canadá	1-5.5	1.25-5.5
Chile	1-8	4.5-7
Colombia	3-10	3-6
Costa Rica	6	5-7.5
Dinamarca	2.5-5	4.5-6
Ecuador	3	4-8
Egipto	2.5-4.5	3.5-4
España	3.5-6	3-4
Estados Unidos	1.5-2.5	sde
Finlandia	4-5.5	2.5-7
Grecia	3-9	3-10
Holanda	2.5-6	sde
Hungría	3.5-5	3-7.5
La India	3-5.5	3-5.5
Italia	3.5-5	sde
Japón	3.5-5	4-6.5
Nicaragua	5	4-5
Nueva Zelanda	2.5-4	2.5-5
Polonia	3-7	3-7
Portugal	2.1-7	3-4
Reino Unido	1.5-4	sdec
Rumania	3.5-5	4-7
Sudáfrica	3.5-6	3.5-6
Suecia	2.5-4.5	sde
Tailandia	2.5-4.5	4.5-7
Turquía	2.5-5.5	6.5-7.5
Uruguay	5-7	3.5-6
Venezuela	3	3

NOTA: Las tasas de las emisiones de deuda interna corresponden a deuda a largo plazo, pues esto facilita la comparación con la deuda externa, cuyo perfil de vencimiento es similar. Las tasas de interés más altas son las más representativas.

sde: sin deuda externa.

sdec: sin deuda externa comercializable.

FUENTE: Organización de las Naciones Unidas (1948).

RECUADRO VII.1. **Deuda interna vinculada a divisas extranjeras: ¿los tesobonos tailandeses?**

Nuestras series temporales sobre deuda interna cubren 64 de los 66 países de la muestra a partir de 1914 (en varios casos mucho antes). Durante este largo periodo (en especial antes de la década de 1990), la deuda interna ha sido denominada de manera casi exclusiva en monedas locales; asimismo, ha estado en manos sobre todo de residentes nacionales (por lo general bancos). Sin embargo, existen notables excepciones que han desdibujado la división entre deuda interna y externa. A continuación algunos ejemplos.

La deuda interna mexicana vinculada al dólar: los tristemente célebres tesobonos
Como parte de un plan de estabilización inflacionaria, a finales de los años ochenta el peso mexicano quedó vinculado al dólar estadunidense a través de una banda cambiaria anunciada oficialmente. En los hechos se trataba de fijar la paridad al dólar. A principios de 1994, el peso sufrió una enorme presión especulativa debido al asesinato del candidato a la presidencia Luis Donaldo Colosio. Para convencer a los inversionistas estadunidenses (en su mayoría), fuertemente expuestos a los bonos mexicanos del tesoro, de que el gobierno estaba comprometido a mantener el valor del peso, las autoridades comenzaron a vincular al dólar el considerable saldo de deuda interna a corto plazo por medio de *tesobonos*, instrumentos de deuda a corto plazo pagaderos en pesos pero ligados al dólar. Para diciembre de 1994, cuando se desató una nueva oleada de especulación contra la moneda, casi la totalidad de la deuda interna fue denominada en dólares. Antes de que terminara el año, se permitió la flotación del peso. Éste se colapsó de inmediato provocando de manera simultánea una fuerte crisis monetaria y una crisis bancaria a principios de 1995. Si no hubiera sido por el paquete de rescate del FMI y del gobierno de los Estados Unidos, en ese entonces el más grande de la historia, muy seguramente México habría incurrido en un impago de sus deudas soberanas. Las reservas de dólares del banco central estaban casi vacías y no habrían sido suficientes para cubrir los bonos de próximo vencimiento.

Puesto que los *tesobonos* estaban vinculados al dólar y en posesión sobre todo de extranjeros, la mayoría de los observadores pensaron que el caso era idéntico al de agosto de 1982, cuando México incumplió en el pago de deuda externa contraída con bancos comerciales de los Estados Unidos. Un matiz nada trivial en la situación de 1995 era que, de haber sido necesario un juicio de impago, éste habría tenido que desarrollarse de acuerdo con las leyes mexicanas. El episodio hizo más consciente a la comunidad internacional de la enorme vulnerabilidad de cualquier tipo de deuda que depende fuertemente de divisas extranjeras. La experiencia mexicana no impidió que Brasil emitiera enormes cantidades de deuda vinculada al dólar en la antesala de su turbulenta salida del Plan Real. Sorprendentemente, la crisis mexicana de los años ochenta no había puesto en duda la validez o utilidad de los esfuerzos encaminados a hacer sostenible la deu da con un enfoque exclusivo en deuda externa. Las organizaciones multilaterales y el sector financiero seguirían ignorando la deuda pública interna por casi una década más.

Los bonos "internos" de Argentina denominados en libras esterlinas (finales del siglo XIX, principios del siglo XX)
Hasta donde sabemos, el primer caso de un mercado emergente cuya deuda interna estuvo vinculada a una divisa extranjera moderna y dirigida principalmente a residentes extranjeros es el de Argentina en 1872.[a] Después de incumplir en el pago de sus primeros préstamos en la década de 1820, Argentina quedó prácticamente al margen de los mercados internacionales de capital hasta finales de la década de 1860. Con algunas interrupciones, notablemente la crisis de Barings en 1890, Argentina emitió una gran cantidad de bonos externos en Londres y colocó bonos internos al menos en tres ocasiones más (1888, 1907 y 1909). Tanto los bonos externos como los internos fueron denominados en libras esterlinas. Casi un siglo después, luego de que Argentina peleara (y perdiera) una larga batalla contra la alta inflación crónica, sus deudas internas (así como su sector bancario) acabarían dolarizadas casi por completo.[b]

La "curiosa" deuda tailandesa vinculada al dólar (década de 1960)
Tailandia no es un país agobiado por una historia de alta inflación. Dos grandes devaluaciones tuvieron lugar en 1950 y 1954, con un impacto inflacionario moderado, pero difícilmente podría decirse que la situación a finales de los años cincuenta y principios de los años sesenta habría hecho necesaria una compensación inflacionaria, por ejemplo, indexando la deuda o emitiendo contratos en una moneda extranjera. Sin embargo, por razones que para nosotros siguen siendo un misterio, entre 1961 y 1968 el gobierno tailandés emitió deuda interna

vinculada al dólar. En ese entonces la deuda interna equivalía a 80-90% de la deuda total del gobierno. Apenas 10% del monto de la deuda interna fue vinculado al dólar, de modo que el episodio tailandés en ningún momento representó un caso importante de "dolarización". No tenemos información sobre quiénes fueron los titulares de la deuda interna vinculada al dólar; tal vez ese dato podría ofrecernos una pista para entender por qué se emitió dicha deuda.

[a] Cabe notar asimismo que hasta los últimos 10 o 15 años la deuda externa de la mayoría de los países era principalmente deuda pública. Los empréstitos privados externos se han vuelto más significativos sólo en las últimas dos décadas. Al respecto véase Prasad *et al*. (2003). Arellano y Kocherlakota (2008) desarrollaron un modelo sobre la relación entre la deuda privada y el impago público externo.

[b] Véase el cap. XII para una discusión de las secuelas y repercusiones de la alta inflación.

Podemos resumir lo que sabemos sobre deuda interna señalando que a lo largo de buena parte de la historia, para la mayoría de los países (en especial los mercados emergentes) la deuda interna ha representado una porción considerable y muy significativa de su deuda total. Nada que tenga que ver con la estructura de vencimiento de estas deudas o las tasas de interés que las mismas devengan justifica la extendida práctica de ignorarlas en las estimaciones sobre sustentabilidad de la deuda externa o estabilidad de la inflación.

Reconocemos que nuestro conjunto de datos tiene importantes limitaciones. En primer lugar, en términos generales la información cubre sólo la deuda del gobierno central. Por supuesto, lo ideal sería contar con series temporales de largo alcance sobre deuda pública consolidada, incluyendo deuda estatal y local, así como la deuda garantizada de organismos semipúblicos. Más todavía, muchos bancos centrales alrededor del mundo emiten deuda por su cuenta, a menudo con el fin de esterilizar la intervención en el mercado de divisas.[4] Resulta pues evidente que incorporar esa información simplemente haría más honda la apreciación de cuán importante ha sido la deuda pública interna.

Pasamos ahora a las implicaciones que en potencia contienen estos datos.

EPISODIOS DE IMPAGO INTERNO

Los modelos teóricos presuponen un sinfín de cosas acerca de la deuda pública interna. Una abrumadora mayoría de dichos modelos sin más presumen que la deuda siempre es saldada. Entre esos modelos se encuentran aquellos en los que la política en materia de déficit es irrelevante debido a una equivalencia ricardiana.[5] (En términos generales, la equivalencia ricardiana propone que cuando un gobierno elimina impuestos a través de una emisión de deuda, la gente no gasta sus nuevos ingresos netos, pues comprende que tendrá que ahorrar para pagar impuestos más tarde.) Entre los modelos donde la deuda siempre queda saldada se encuentran aquellos en los que la deu da pública interna es un factor clave para determinar el nivel de los precios a través de las restricciones presupuestarias del gobierno, así como los modelos de generaciones traslapadas.[6] Son pocas las investigaciones que intentan explicar por qué los gobiernos pagan la totalidad de su deuda interna.[7] Sin embargo, la premisa general en la literatura sobre el tema es que

aunque los gobiernos pueden reducir su deuda por efecto de la inflación, los impagos definitivos de deuda pública interna son sumamente raros. Esta premisa contrasta fuertemente con lo que se anota en obras que tratan sobre deuda pública externa, donde los incentivos gubernamentales para incurrir en un impago son una de las principales líneas de investigación.

De hecho, a juzgar por la historia, el impago *de iure* sobre deuda pública interna, aunque menos común que el de deuda externa, está lejos de ser una rareza. Nuestro conjunto de datos presenta más de 70 casos de impago manifiesto (en comparación con los 250 casos de impago de deuda externa) desde 1800.[8] Éstos ocurrieron a través de una mezcla de mecanismos, desde conversiones forzosas a tasas inferiores de interés nominal hasta reducciones unilaterales del crédito principal (a veces en conjunción con una conversión cambiaria) o suspensiones de pagos. Los cuadros VII.2, VII.3 Y VII.4 enlistan los episodios. La gráfica VII.5 reúne todos los datos, delineando la proporción de países en una situación de impago de deuda interna por año.

Es casi un hecho que nuestro catálogo de impagos internos reúne el número mínimo de casos, pues es mucho más difícil detectar este tipo de impagos que los de deuda externa. Incluso los numerosos impagos de deuda interna que se produjeron durante la Gran Depresión de los años treinta, tanto en las economías avanzadas como en los países en vías de desarrollo, no están bien documentados. Un caso más reciente es el de Argentina, que entre 1980 y 2001 incumplió en el pago de su deuda interna en tres ocasiones. Los dos impagos que coincidieron con impagos de deuda externa (en 1982 y 2001) atrajeron una considerable atención internacional. Sin embargo, el gran impago de 1989, que no involucró un nuevo impago de deuda externa, es muy poco conocido fuera de ese país.

ALGUNAS ACLARACIONES SOBRE LA DEUDA INTERNA

¿Por qué habría un gobierno de negarse a pagar completamente su deuda pública interna cuando puede resolver el problema a través de un alza inflacionaria? Una respuesta, desde luego, es que la inflación trae distorsiones, en especial al sistema bancario y al sector financiero. Puede haber ocasiones en las que, a pesar de la inflación como alternativa, el gobierno vea el repudio como el menor de los males, o el menos costoso. Los posibles costos de una inflación son sobre todo problemáticos cuando la deuda tiende a ser a corto plazo o está indexada, en cuyo caso el gobierno tiene que crear una inflación mucho más agresiva para lograr una reducción real significativa en el pago de la deuda. En otros casos, por ejemplo, el de Estados Unidos durante la Gran Depresión, el impago (por abrogación de la clausula oro en 1933) fue un prerrequisito para provocar una nueva inflación a través de políticas fiscales y monetarias expansionistas.

CUADRO VII.2. *Selección de episodios de impago o reestructuración de deuda interna (1740-1921)*

País	*Fechas*	*Observaciones*
Argentina	1890	El impago se extendió asimismo a varios bonos "internos". Aunque los bonos no se emitieron en Londres, fueron denominados en una moneda extranjera (libra esterlina) y comercializados en el extranjero: los precursores de los tesobonos mexicanos de la década de 1990.
China	Marzo de 1921	Se recurrió a un plan de deuda interna consolidada para hacer frente a atrasos en buena parte de los bonos del gobierno desde 1919.
Dinamarca	Enero de 1813	Durante la crisis se pagaron las deudas externas, pero la deuda interna se redujo en 39 por ciento.
Estados Unidos	Enero de 1790	Nominalmente la tasa de interés era de 6%, pero una parte de esos intereses fue aplazada 10 años.
Estados Unidos (nueve estados)	1841-1842	Tres estados repudiaron su deuda.
Estados Unidos (estados y varios gobiernos locales)	1873-1883 o 1884	En 1873, 10 estados incurrieron en un impago. En el caso de Virginia Occidental no se llegó a un acuerdo hasta 1919.
México	30 de noviembre de 1850	Después de una reestructuración de la deuda externa en octubre de ese mismo año, la deuda interna, equivalente a 60% de la deuda total, fue reducida casi a la mitad.
Perú	1850	Las deudas internas del periodo colonial no quedaron canceladas; el precio de la deuda se colapsó y ésta tuvo que ser reestructurada.
Reino Unido	1749, 1822, 1834, 1888-1889	Estos episodios forman parte de diversas conversiones de deuda a tasas inferiores de interés nominal. Las reducciones fueron en su mayoría del 0.5-1.0 por ciento.
Rusia	Diciembre de 1917 a octubre de 1918	El país repudió todas sus deudas y confiscó el oro en todas sus presentaciones; a esto siguió una confiscación de todas las divisas extranjeras.

FUENTES: Para elaborar el cuadro se emplearon varias fuentes; todas aparecen citadas en la bibliografía.

CUADRO VII.3. *Selección de episodios de impago o reestructuración de deuda interna, desde finales de los años veinte hasta los años cincuenta*

País	*Fechas*	*Observaciones*
Alemania	20 de junio de 1948	La reforma monetaria establecía un máximo de 40 marcos por persona, además de cancelaciones parciales y cuentas bloqueadas.
Austria	Diciembre de 1945	Se restableció el chelín, con un máximo de 150 por persona. El resto fue depositado en cuentas bloqueadas. En diciembre de 1947 se invalidaron y declararon sin valor grandes cantidades de chelines previamente bloqueados; 50% de los depósitos fueron bloqueados temporalmente.
Bolivia	1927	Los atrasos en el pago de intereses se prolongaron hasta por lo menos 1940.
Canadá (Alberta)	Abril de 1935	Ésta fue la única provincia que incurrió en un impago, el cual se prolongó por 10 años.
China	1932	Ésta fue la primera de varias "consolidaciones". Con ella se redujo a la mitad el costo mensual del pago de la deuda. Las tasas de interés se redujeron a 6% (desde más de 9%), y casi se duplicaron los periodos de amortización.
Grecia	1932	A partir de 1932 se redujo en 75% el interés sobre la deuda interna. Ésta equivalía a una cuarta parte de la deuda pública total.
Japón	2 de marzo de 1946-1952	Tras un episodio de inflación, se limitó a 100 yenes por persona el intercambio uno a uno de billetes viejos por nuevos. El resto fue depositado en cuentas bloqueadas.
México	Década de 1930	En 1928 se suspendió el pago de deuda externa. Durante la década de 1930 el pago de intereses incluyó los "gastos atrasados y pensiones civiles y militares".[a]
Perú	1931	Tras suspender el pago de su deuda externa en mayo de 1929, Perú "pagó parcialmente los intereses" de su deuda interna.
Rumania	Febrero de 1933	El rescate de la deuda interna y externa quedó suspendido (con excepción de tres préstamos).
España	Octubre de 1936-abril de 1939	El pago de intereses sobre la deuda externa quedó suspendido; se acumularon atrasos en el servicio de la deuda interna.
Estados Unidos	1933	Se abrogó la "cláusula oro". Por consiguiente, los Estados Unidos se negaron a pagar a Panamá la anualidad en oro que le correspondía a este país de acuerdo con un tratado de 1903. La disputa se resolvió en 1933, cuando los Estados Unidos saldaron la cantidad acordada en balboas de oro.
Reino Unido[b]	1932	Buena parte de la deuda en curso de la primera Guerra Mundial fue consolidada a una anualidad perpetua de 3.5 por ciento.
Rusia	1947	La reforma monetaria sometió la moneda en manos privadas a una reducción de 90 por ciento.
	10 de abril de 1957	El país repudió la deuda interna (en ese entonces alrededor de 253 000 millones de rublos).
Uruguay	1º de noviembre de 1932-febrero de 1937	A la suspensión del rescate de deuda externa, el 20 de enero de ese año, siguió la suspensión del rescate de deuda interna.

[a] Liga de las Naciones *Statistical Abstract* (varios años).
[b] Las deudas de la segunda Guerra Mundial contraídas con los Estados Unidos fueron cubiertas sólo parcialmente, a través de un acuerdo mutuo. Técnicamente, esta condonación de deuda constituye un impago.
FUENTES: Para elaborar el cuadro se emplearon varias fuentes. Todas aparecen citadas en la bibliografía.

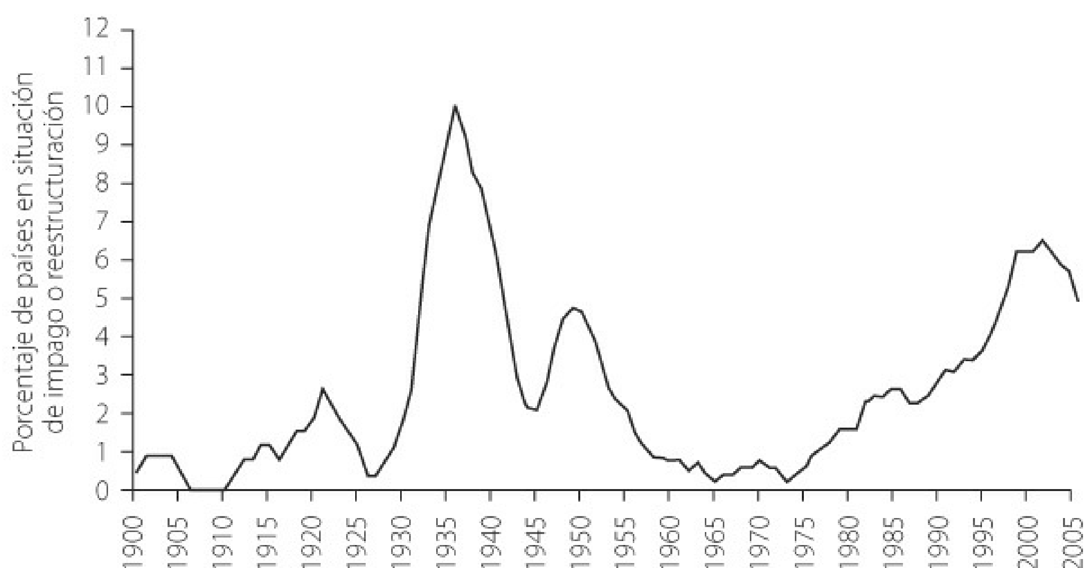
CUADRO VII.4. *Selección de episodios de impago o reestructuración de deuda interna (1970-2008)*

País	*Fechas*	*Observaciones*
África		
Angola	1976, 1992-2002	
Camerún	2004	
Congo (Kinshasa)	1979	
Gabón	1999-2005	
Ghana	1979, 1982	El país incumplió sobre los pagarés del banco central (en el contexto de una conversión a una nueva moneda).
Liberia	1989-2006	
Madagascar	2002	
Mozambique	1980	
Ruanda	1995	Sin impago externo.
Sierra Leona	1997-1998	
Sudán	1991	
Zimbabwe	2006	Con vencimientos a menos de un año para más de 98.5% de la deuda interna, ésta fue reestructurada.
Asia		
Mongolia	1997-2000	
Myanmar	1984, 1987	
Islas Salomón	1995-2004	
Sri Lanka	1996	Sin impago externo.
Vietnam	1975	
Europa y Medio Oriente		
Croacia	1993-1996	
Kuwait	1990-1991	
Rusia	1998-1999	El más grande impago de deuda en moneda local (39 000 millones de dólares), después del de Brasil en 1990.
Ucrania	1998-2000	El vencimiento de los bonos fue extendido de manera unilateral.
Hemisferio Occidental		
Antigua y Barbuda	1998-2005	
Argentina	1982, 1989-1990, 2002-2005	La deuda denominada en dólares estadunidenses fue convertida por la fuerza a deuda en pesos.

Bolivia	1982	Los depósitos en dólares estadunidenses fueron convertidos por la fuerza a moneda local. En 1985 se permitieron de nuevo los depósitos en divisa extranjera como parte de un plan de estabilización y tras eliminarse los controles de capital.
Brasil	1986-1987, 1990	En los contratos originales se consideraba la abrogación de índices vinculados a la inflación. En 1990 se produjo el impago más cuantioso (62 000 millones de dólares).
Dominica	2003-2005	
Ecuador	1999	
El Salvador	1981-1996	El único caso en Latinoamérica en el que un impago de deuda interna no vino acompañado de uno de deuda externa.
Granada	2004-2005	
México	1982	Los depósitos en dólares fueron convertidos por la fuerza a pesos.
Panamá	1988-1989	Había atrasos en los créditos a proveedores locales, en los salarios y las pensiones civiles y militares.
Perú	1985	Los depósitos en dólares fueron convertidos por la fuerza a la moneda local. En 1988 se permitieron de nuevo los depósitos en divisa extranjera.
República Dominicana	1975-2001	
Surinam	2001-2002	
Venezuela	1995-1997, 1998	

FUENTES: Para elaborar el cuadro se emplearon varias fuentes; todas aparecen citadas en la bibliografía.

GRÁFICA VII.5. *Deuda soberana interna: porcentaje de países en situación de impago o reestructuración en 1900-2008 (media móvil de cinco años).*



NOTA: Agregados no ponderados.

FUENTES: Liga de las Naciones; Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a); Standard & Poor, y las estimaciones de los autores.

Por supuesto, hay otras formas de cometer un impago *de facto* (además de la inflación). Combinar una desmedida represión financiera y alta inflación fue una estrategia particularmente popular de impago a finales de los años sesenta y hasta principios de los años ochenta. Brock señala que la inflación y las exigencias de reservas mantienen entre sí un vínculo positivo, en particular en África y Latinoamérica.[9] También común es la combinación de topes en las tasas de interés y brotes inflacionarios. Por ejemplo, durante la reprogramación de la deuda externa de la India, entre 1972 y 1976, la tasa de interés (interbancaria) en el país era de 6.6% en 1973 y de 13.5% en 1974, mientras que la inflación se disparó, respectivamente, a 21.2 y 26.6%. Nuestra lista de eventos crediticios *de iure* no considera estos episodios de impago *de facto* a través de una represión financiera. En todo caso su validez está condicionada a una inflación superior a 20%, el umbral que usamos para definir una crisis inflacionaria.[10]

Es evidente que la premisa que recorre muchos modelos teóricos, a saber, que los gobiernos siempre pagan el valor nominal de sus deudas, es una exageración, en particular en el caso de los mercados emergentes de ayer y hoy. Sin embargo, tampoco estamos a favor de la conclusión ubicada en el extremo opuesto, esto es, que los gobiernos pueden ignorar a los poderosos accionistas locales y simplemente cometer impagos a voluntad (*de iure* o *de facto*) sobre su deuda interna. A continuación exploraremos algunas de las repercusiones que el exceso de deuda interna tiene sobre el impago externo y la inflación.

[1] Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a) recurrieron a fuentes nacionales con el fin de desarrollar un conjunto de datos para una selección de países en vías de desarrollo y mercados emergentes durante el periodo 1990-2002. Más recientemente, Jeanne y Guscina (2006) presentaron información detallada sobre la deuda interna de 19 importantes mercados emergentes entre 1980 y 2005. Cowan *et al*. (2006) presentan datos para todos los países del Hemisferio Occidental de 1980 (o 1990) a 2004. Reinhart y Rogoff (2008a) elaboraron una base de datos complementaria (a la que también hemos recurrido aquí) que cubre un amplio espectro de variables afines, entre ellas deuda externa.

[2] La deuda pública interna nunca ha sido demasiado cuantiosa en algunos países latinoamericanos (Uruguay destaca en este renglón), y los mercados de deuda pública prácticamente no existen en los países africanos de las CFA (las antiguas Colonies françaises d'Afrique).

[3] Desde luego, durante los primeros años del periodo de entreguerras, varios países fijaron sus monedas al valor del oro.

[4] Sobre estas "peligrosas" prácticas véase Calvo (1991).

[5] Véase Barro (1974).

[6] Véase Woodford (1995) para el primero de estos modelos, y Diamond (1965) para el segundo.

[7] Por ejemplo, Tabellini (1991) o Kotlikoff *et al*. (1988).

[8] Si se toma en cuenta un puñado de episodios muy recientes, la muestra podría de hecho ampliarse a más de 70 impagos internos.

[9] Brock (1989). En el caso de los países en vías de desarrollo en la muestra de Brock, las exigencias de reservas entre 1960 y principios de los años ochenta promediaban 0.25, tres veces más que en el caso de las economías avanzadas.

[10] El tratamiento que en 2007 le dio el gobierno argentino a su deuda indexada a la inflación representa asimismo un tipo particular de impago. La mayoría de los observadores imparciales coinciden en que durante este periodo el gobierno argentino manipuló la tasa oficial de inflación restándole importancia a los verdaderos niveles inflacionarios. Esta subestimación equivalió a un impago parcial de la deuda indexada que afectó a un buen número de titulares de bonos. A pesar de ello, ni la prensa internacional ni las agencias calificadoras le dieron el seguimiento adecuado.

VIII. DEUDA INTERNA: EL ESLABÓN PERDIDO QUE EXPLICA EL IMPAGO EXTERNO Y LA ALTA INFLACIÓN

RECONOCER la importancia de la deuda interna puede contribuir en gran medida a resolver el acertijo de por qué tantos países incumplen en el pago de su deuda externa (o tienen que reestructurarla) a umbrales de deuda aparentemente bajos. De hecho, cuando se toman en cuenta instrumentos de deuda interna antes ignorados, resulta evidente que la coerción fiscal durante un impago es sumamente dura.

En este capítulo mostramos asimismo que la deuda interna puede explicar la paradoja de por qué algunos gobiernos parecen optar por tasas de inflación muy por encima de cualquier nivel que pudiera justificarse a través de ingresos por señoreaje apalancados sobre la base monetaria. (Dicho de manera lacónica, si un gobierno, abusando de su monopolio monetario, emite dinero promiscuamente, tarde o temprano la demanda de la moneda caerá a tal punto que los ingresos reales por crear dinero serán más bajos de lo que serían a un nivel inferior de inflación.) Aunque los incontables estudios empíricos sobre inflación e hiperinflación suelen ignorar la deuda interna, consideramos que en varios casos el nivel de la deuda pública fue similar al de la oferta monetaria (esto es, el efectivo más los depósitos de la banca comercial en el banco central de un gobierno) y a veces muy superior.

PARA ENTENDER EL ACERTIJO DE LA INTOLERANCIA A LA DEUDA

Comenzamos este capítulo volviendo a la sabiduría convencional en torno al impago de deuda externa y su impacto sobre los umbrales de deuda y los esfuerzos de sustentabilidad. De hecho, a partir de los 250 episodios de impago de deuda externa de nuestra base de datos, resulta evidente que la deuda interna ocupa un sitio preponderante en la gran mayoría. El cuadro VIII.1 presenta la proporción de deuda externa y total en relación con los ingresos del gobierno en la antesala de varios de los impagos más importantes de los siglos XIX y XX. Normalizamos la deuda mediante los ingresos públicos porque la información sobre el PIB nominal es imprecisa o inexistente en el caso de los episodios de impago del siglo XIX.

(Para varios países, las fuentes estándar están lejos de proporcionar una serie temporal continua del PIB a lo largo del siglo XIX).[1] Las exportaciones, idóneas como criterio para evaluar la capacidad de un país para pagar su deuda externa, son quizá menos importantes que los ingresos públicos una vez que la deuda interna es incorporada al cálculo de sustentabilidad de deuda.

CUADRO VIII.1. *Proporción de deuda al momento de un impago: selección de episodios*

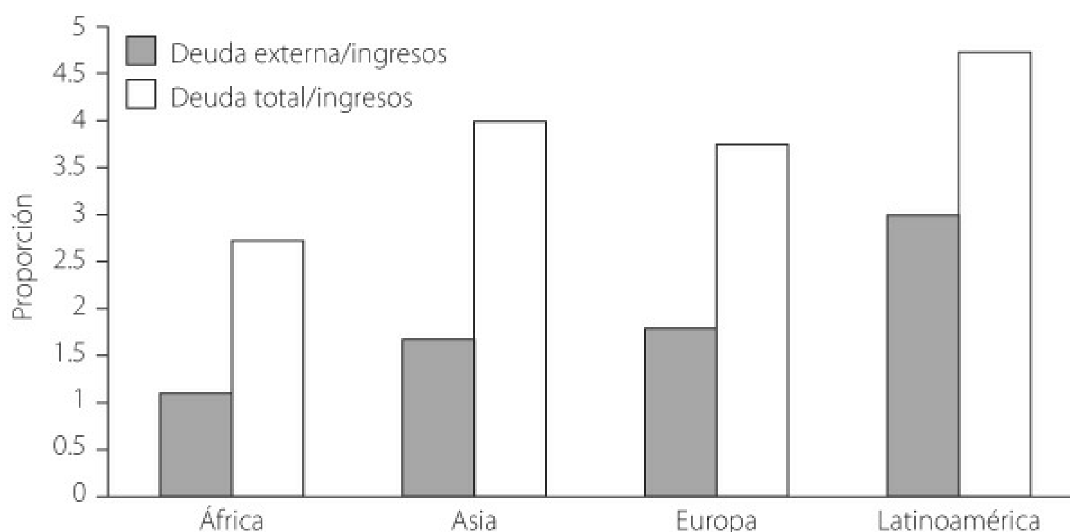
País	*Año del impago*	*Proporción de deuda pública externa respecto a los ingresos*	*Proporción de deuda pública total respecto a los ingresos*
México	1827	1.55	4.20
España	1877	4.95	15.83
Argentina	1890	4.42	12.46
Alemania	1932	0.64	2.43
China	1939	3.10	8.96
Turquía	1978	1.38	2.69
México	1982	3.25	5.06
Brasil	1983	0.83	1.98
Filipinas	1983	0.23	1.25
Sudáfrica	1985	0.09	1.32
Rusia	1998	3.90	4.95
Paquistán	1998	3.32	6.28
Argentina	2001	1.59	2.62

FUENTES: Véanse apéndices A.1 y A.2.

Haciendo un uso más amplio de nuestra muestra, la gráfica VIII.1 se basa en los 89 episodios de impago externo cometidos entre 1827 y 2003 para los que disponemos de información completa sobre deuda externa, deuda total e ingresos. Puede apreciarse que en todas las regiones, con excepción de Latinoamérica, la deuda externa ha representado menos de la mitad de la deuda total en el año que el país incurrió en un impago. En cuanto a Latinoamérica, la proporción media ha sido superior, aunque tampoco demasiado, con un 60 por ciento.

Por lo tanto, disponer de información sobre deuda interna significa tener una respuesta al menos parcial a la interrogante fundamental planteada en la literatura sobre deuda internacional: ¿por qué los gobiernos de los mercados emergentes tienden a cometer impagos a niveles tan asombrosamente bajos de endeudamiento o de proporción de deuda respecto al PIB?[2] En el capítulo II, por ejemplo, vimos cómo los países con un historial de impago serial tienden a incumplir a niveles de deuda respecto al PIB por debajo de la cota superior de 60% establecida por el Tratado de Masstricht para la eurozona.[3] De hecho, cuando se toma en cuenta la deuda interna, la anomalía prácticamente desaparece.

GRÁFICA VIII.1. *Proporción de deuda pública respecto a los ingresos durante episodios de impago externo: 89 episodios (1827-2003)*

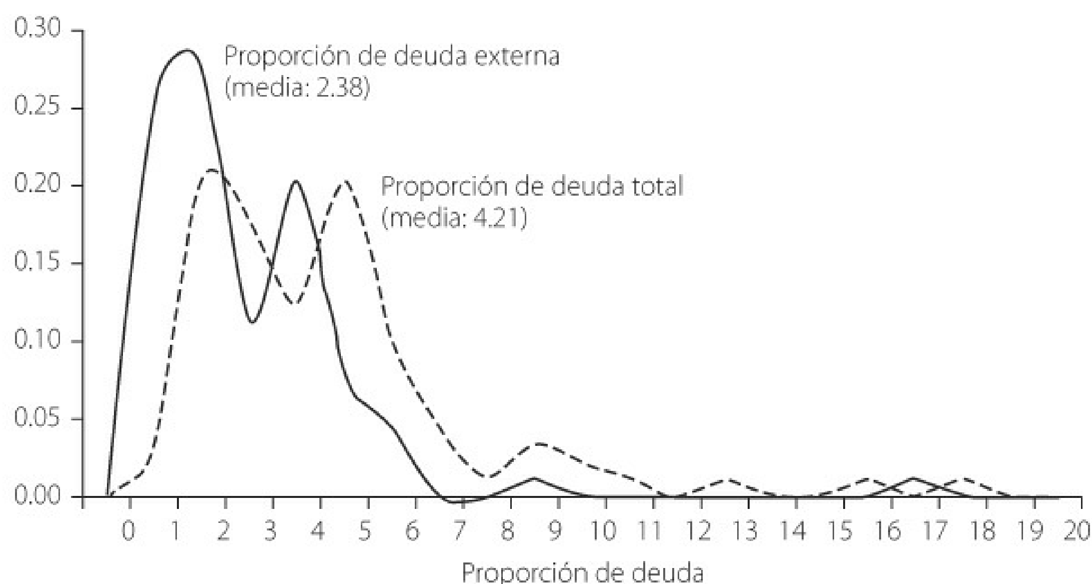


FUENTE: Liga de las Naciones, Mitchell (2003a, 2003b), ONU y otras fuentes citadas en los apéndices A.1 y A.2.

Las gráficas VIII.2 Y VIII.3 nos ofrecen una perspectiva diferente de los datos, pues proporcionan la distribución de frecuencia (simple y acumulativa) de deuda externa y total respecto al PIB para todos los episodios de deuda externa de los que existe información completa. Como lo indican las gráficas, la proporción de deuda externa respecto a los ingresos públicos está concentrada a un promedio mucho más pequeño que la proporción de deuda total respecto a los ingresos en el año del impago externo, con una media de 2.4 *versus* 4.2. Esta considerable diferencia se mantiene en todos los episodios individuales (como lo pone de manifiesto el cuadro VIII.1 para algunos casos bien conocidos). Es asimismo consistente en términos regionales y temporales.

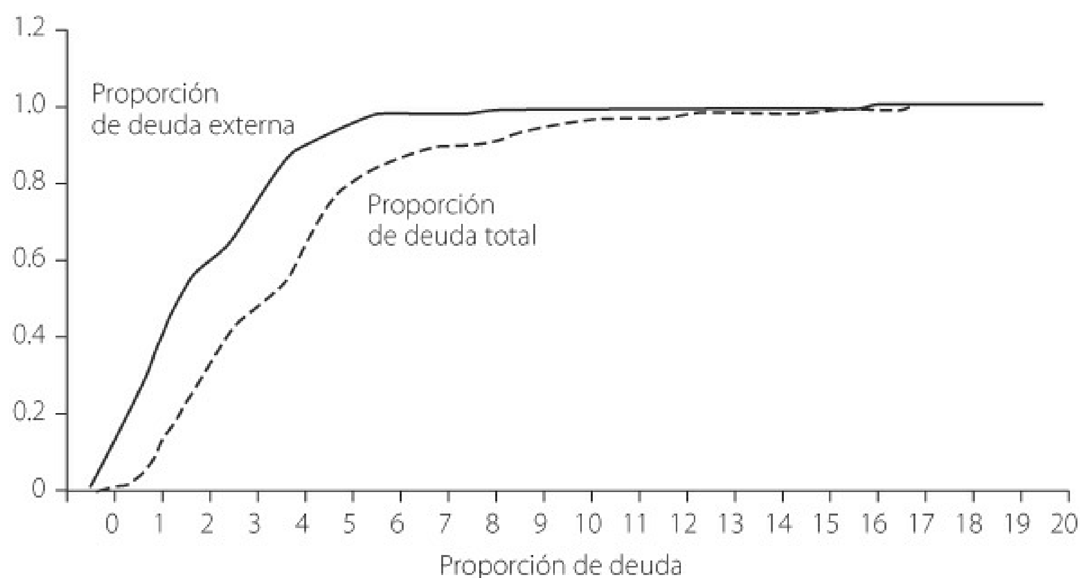
Es claro, pues, que si la deuda interna fuera trivial, la distribución de frecuencia del coeficiente de deuda total al momento de un impago se empalmaría con el coeficiente de deuda interna, es decir, observaríamos que en la antesala de un impago la deuda interna equivale a una porción muy pequeña de la deuda total. Sin embargo, difícilmente sucede así, y una batería de pruebas tradicionales desmiente tal hipótesis en todos los casos.[4]

GRÁFICA VIII.2. *Proporción de deuda pública respecto a los ingresos durante un impago externo: frecuencia de incidencia (1827-2003)*



FUENTES: Liga de las Naciones, Mitchell (2003a, 2003b), ONU, otras fuentes citadas en los apéndices A.1 y A.2, y las estimaciones de los autores.

GRÁFICA VIII.3. *Proporción de deuda pública respecto a los ingresos durante un impago externo: frecuencia acumulativa de incidencia (1827-2003)*



NOTA: Kolmogorov-Smirnov, 31.46; nivel de significación de uno por ciento.
FUENTES: Liga de las Naciones, Mitchell (2003a, 2003b), ONU, otras fuentes citadas en los apéndices A.1 y A.2, y las estimaciones de los autores.

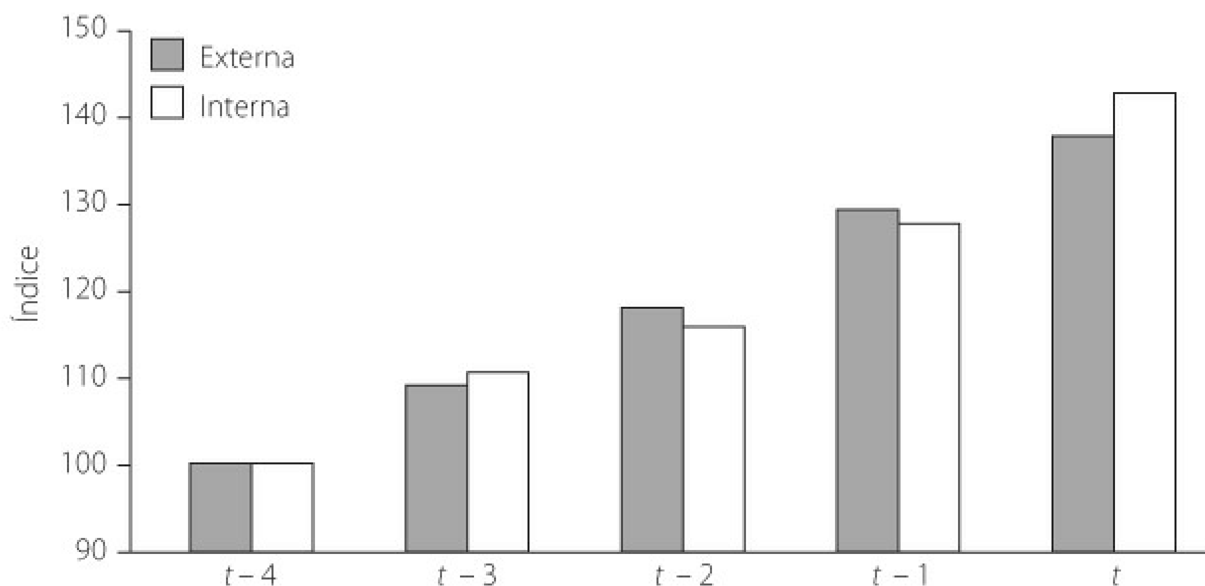
LA DEUDA INTERNA ANTES Y DESPUÉS DE UN IMPAGO EXTERNO

La deuda interna no se mantiene estática alrededor de los episodios de impago externo.

De hecho, la acumulación de deuda interna antes de una crisis suele presentar los mismos incrementos desenfrenados que caracterizan al endeudamiento con acreedores extranjeros en la antesala de un impago externo. Este patrón aparece ilustrado en la gráfica VIII.4, que retrata la acumulación de deuda en los cinco años que preceden a un impago externo y durante el mismo para todos los episodios de nuestra muestra.

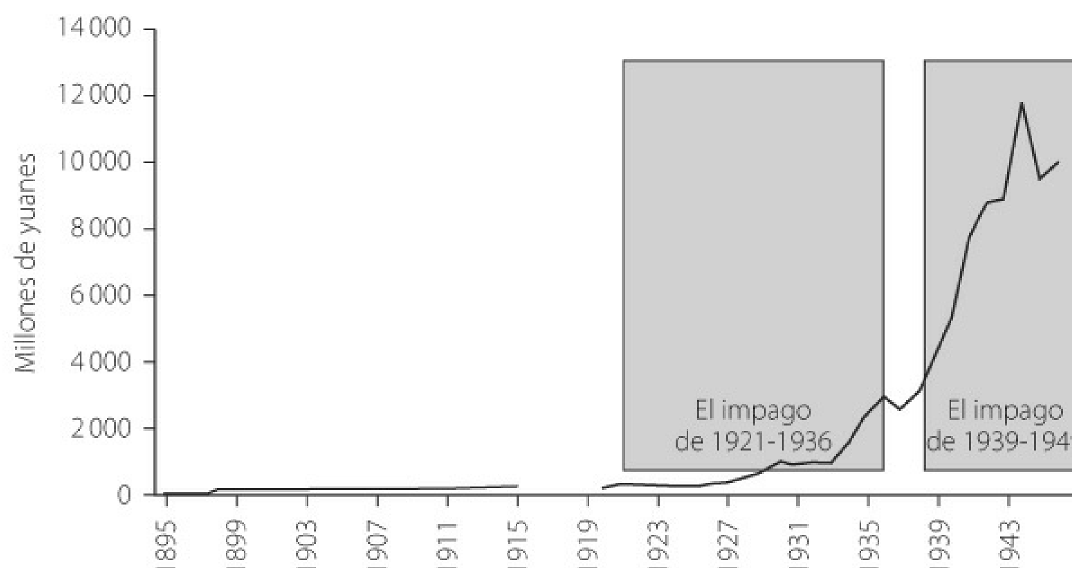
Al parecer, el movimiento paralelo de deuda interna y externa se debe al mismo comportamiento procíclico de la política fiscal, sobre la que han dado cuenta anteriores investigadores.[5] Como se ha señalado con insistencia, los gobiernos de los mercados emergentes tienden a tratar los choques favorables como eventos permanentes, propiciando una vorágine de gasto y endeudamiento público que siempre acaba en lágrimas.[6] La gráfica VIII.4 no va más allá de la fecha del impago. De hacerlo, observaríamos cuán común es que los países sigan acumulando deuda interna luego de haber quedado fuera de los mercados internacionales de capital.

GRÁFICA VIII.4. *La acumulación de deuda pública interna y externa en la antesala de un impago externo: 89 episodios (1827-2003)*



NOTA: El año del impago se indica con t; $t - 4 = 100$.
FUENTES: Liga de las Naciones, ONU y otras fuentes referidas en los apéndices A.1 y A.2.

GRÁFICA VIII.5. *Monto de la deuda pública interna: China en 1895-1949*



NOTA: Existe una laguna en los datos para el periodo 1916-1919.

FUENTES: Huang (1919); Cheng (2003); ONU, Departamento de Asuntos Económicos (varios años), *Statistical Yearbook, 1948-1984,* y las estimaciones de los autores.

La China precomunista (véase gráfica VIII.5) constituye un ejemplo interesante y aleccionador sobre las razones por las que la deuda interna suele acumularse en el periodo inmediatamente posterior a un impago externo. Antes de sus dos grandes impagos, en 1921 y 1939, el gobierno chino dependía casi exclusivamente de su deuda externa. Sin embargo, una vez que se agotaron las oportunidades de obtener créditos externos, el gobierno, ante la necesidad continua de autofinanciamiento, se vio obligado a recurrir a empréstitos internos, ello a pesar del pobre desarrollo de sus mercados financieros. Así, no es una sorpresa que la deuda pública interna explotara inmediatamente después de ambos episodios de impago. Hacia mediados de los años cuarenta el gobierno chino dependía casi exclusivamente de deuda interna.

LA LITERATURA SOBRE INFLACIÓN Y EL "IMPUESTO INFLACIONARIO"

Otra área de la literatura que ha ignorado ampliamente la deuda interna son los estudios empíricos sobre inflación e hiperinflación. Desde la época de Cagan, los investigadores se han concentrado en los incentivos de los gobiernos para obtener ingresos por señoreaje a partir de su base monetaria.[7] De hecho, una paradoja recurrente en dicha literatura apunta a las razones por las que los gobiernos parecen a veces incrementar la inflación por encima y más allá de la tasa que maximiza el señoreaje. Al respecto se han ofrecido muchas respuestas ingeniosas y plausibles. En ellas destacan principalmente los temas sobre consistencia temporal y credibilidad. Sin embargo, pensamos que la presencia de una cantidad significativa de deuda pública interna puede ser un factor decisivo, si bien ignorado, sobre todo si se toma en cuenta, como ya se dijo, que una buena parte de la

deuda solía ser a largo plazo e indexada. No nos referimos aquí simplemente al estudio de episodios extraordinarios de hiperinflación, sino asimismo al fenómeno bastante más común de inflación alta o moderadamente alta, tal como la han estudiado, por ejemplo, Dornbusch y Fischer, y a partir de ellos muchos otros especialistas.[8] Aun cuando existen literalmente cientos de ensayos empíricos sobre financiamiento inflacionario en los países en vías de desarrollo y en economías que acaban de superar un conflicto, rara vez se menciona la deuda interna, y mucho menos se recurre a ella en el análisis de series temporales.

¿CÓMO DEFINIR LA BASE IMPOSITIVA: DEUDA INTERNA O BASE MONETARIA?

Tal como sucede en la literatura sobre deuda externa, existe el consenso implícito de que la deuda interna carece de importancia. Sin embargo, ¿es éste el mejor acercamiento? El cuadro VIII.2 sugiere que son varios los episodios en los que la deuda interna ha sido un factor crucial, cuando no el más importante, para que un gobierno decida favorecer un alza inflacionaria.[9] Por lo tanto, comparar la tasa real de inflación con una hipotética "tasa de maxi-mización del señoreaje", calculada tan sólo a partir de la base monetaria, puede no tener sentido.

Por ejemplo, en el cuadro VIII.2 puede apreciarse que cuando la inflación se disparó por vez primera a 66% en Alemania en 1920, luego de la primera Guerra Mundial, la deuda interna fue casi tres veces más grande que la base monetaria. En el caso de Brasil, la deuda interna fue casi 20 veces más grande que la base monetaria.[10]

CUADRO VIII.2. *Inflación y deuda pública interna: selección de episodios (1917-1994)*

País	*Año*	*Tasa de inflación*	*Proporción de deuda interna respecto al PIB*	*Proporción de base monetaria respecto al PIB*	*Proporción de deuda interna respecto a los pasivos totales internos*
		Algunos episodios de hiperinflación			
Alemania	1920	66.5	52.6	19.4	73.0
	1923	22,220,194,522.37	0.0	0.0	1.0
Argentina	1989	3,079.5	25.6	16.4	61.2
Brasil	1987	228.3	164.9	9.8	94.4
	1990	2,947.7	155.1	7.1	95.6
		Episodios de inflación alta			
Filipinas	1981	13.1	10.4	6.6	61.1
Grecia	1922	54.2	53.0	34.3	60.7
	1923	72.6	41.3	32.7	55.9
Italia	1917	43.8	79.1	24.1	76.6
	1920	56.2	78.6	23.5	77.1
Japón	1944	26.6	236.7	27.8	89.5
	1945	568.1[a]	266.5	74.4	78.2
Noruega	1918	32.5	79.3	86.4	47.9
	1920	18.1	106.9	65.6	62.3
	1984	46.2	11.0	13.9	44.2
Turquía	1990	60.3	14.7	7.4	66.6
	1994	106.3	20.2	7.1	73.9

NOTA: Las proporciones "monetaria" y de "deuda" corresponden a los niveles al principio de cada episodio. Los episodios de hiperinflación se ajustan a la definición clásica de Cagan.

[a] Este episodio no se ajusta a la definición clásica de Cagan.

FUENTES: Véanse apéndices A.1 y A.2.

La importancia de la deuda interna difícilmente está confinada a episodios de hiperinflación. El cuadro VIII.2 considera asimismo varios casos de inflación alta. La deuda interna de Japón equivalía casi a 80% de sus pasivos totales internos (incluyendo la moneda) en 1945, cuando la inflación se disparó a más de 500%. En todos los casos referidos en el cuadro VIII.2, el tamaño de la deuda pública interna ha sido por lo menos similar al de la base monetaria (con excepción de Noruega, donde fue ligeramente menor en 1918).

LA "TENTACIÓN DE CREAR INFLACIÓN": UNA RECONSIDERACIÓN

Precisar con exactitud las ganancias que los gobiernos obtienen al eliminar el valor real de su deuda por medio de una inflación es un asunto que requiere mucha más información sobre plazos de vencimiento y tasas de interés de la que disponemos a partir de nuestra base global de datos. Un aspecto fundamental es qué tanto la inflación es esperada. Además, para lograr un cálculo más exacto es necesario entender las reservas requeridas de los bancos, las regulaciones en la tasa de interés, el grado de represión financiera y

otras limitantes. Sin embargo, el hecho de que, comparada con la base monetaria, la deuda interna nominal haya sido tan grande en tantos episodios importantes de alza inflacionaria pone de manifiesto la necesidad de prestar una mayor atención a la misma en investigaciones futuras.[11]

Hasta aquí hemos estudiado algunos de los posibles vínculos entre impago externo, inflación y deuda interna. En este contexto hemos subrayado que el impago por efecto de una inflación es un componente esencial para calcular un impago interno. En el capítulo siguiente estudiaremos ciertas características, a la fecha inexploradas, del impago interno a escala mundial *versus* el impago externo.

[1] Al respecto, una de las mejores fuentes es Maddison (2004).

[2] Por ejemplo, Bulow y Rogoff (1988b), y Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a).

[3] Véase Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a).

[4] Por ejemplo, la prueba Kolmogorov-Smirnov contradice la hipótesis de que las dos distribuciones son iguales a un nivel de significación de uno por ciento.

[5] Sobre políticas macroeconómicas con ciclos coyunturales véanse Gavin y Perotti (1997) y Kaminsky, Reinhart y Végh (2004). Véase asimismo Aguiar y Gopinath (2007) para un modelo donde la conducta coyuntural de la cuenta corriente puede explicarse por el elevado índice de sacudidas transitorias y permanentes en los mercados emergentes.

[6] Por supuesto, los actuales países ricos pasaron por casi los mismos apuros en otros tiempos, cuando también cometían impagos seriales y presentaban una política fiscal altamente coyuntural.

[7] Véase Cagan (1956). El ingreso por señoreaje no es sino el ingreso real que un gobierno puede obtener haciendo valer su monopolio sobre la emisión de dinero. Ese ingreso puede dividirse en la cantidad de dinero que se necesita para satisfacer la creciente demanda de transacciones a precios constantes y en las otras formas de crecimiento, que, al ser fuente de inflación, reducen el poder adquisitivo de la moneda. Este último efecto es también conocido como el impuesto inflacionario. En un ensayo clásico, Sargent (1982) presenta datos sobre las letras del tesoro en propiedad de los bancos centrales de cinco países (Austria, Checoslovaquia, Alemania, Hungría y Polonia) después de la primera Guerra Mundial. Como sea, en esencia estas deudas no son sino un revestimiento sobre el balance consolidado del gobierno.

[8] Véase Dornbusch y Fischer (1993).

[9] Desde luego, la posibilidad de usar inflación no anticipada para incumplir en el pago de deuda nominal ha sido bien estudiada en la literatura teórica. Al respecto véase por ejemplo Barro (1983).

[10] El caso de Brasil es excepcional dado que una parte de la deuda estaba indexada a la inflación, aunque algunos rezagos en el sistema de indexación permitieron que el gobierno siguiera reduciendo grandes cantidades de deuda por medio de una tasa de inflación lo suficientemente alta. De hecho, al parecer esto es exactamente lo que sucedió, pues el país dio tumbos de una hiperinflación a otra por varios años.

[11] Calvo y Guidotti (1992) desarrollaron un modelo del esquema óptimo de vencimiento de la deuda nominal, esquema que le permite al gobierno negociar flexibilidad (la opción de reducir la deuda a largo plazo por medio de una inflación) a cambio de una mayor credibilidad para mantener una tasa de inflación baja (el fruto de tener deuda a muy corto plazo, la cual es más difícil de reducir por medio de una inflación).

IX. IMPAGO INTERNO Y EXTERNO: ¿CUÁL ES PEOR, CUÁL TIENE MAYOR JERARQUÍA?

HEMOS mostrado que en términos generales la deuda interna es cuantiosa, sobre todo durante episodios de impago externo o alta inflación. Es evidente que si se quiere comprender cómo se desenvuelve una crisis, sería útil comprender mejor la jerarquía de ambos tipos de deuda, interna y externa. La finalidad de esta sección es ofrecer una puerta de entrada para apreciar algunos aspectos claves de la información. Desde luego, la manera en que una crisis se desenvuelve variará de acuerdo con el país y la época. Muchos factores, entre ellos la independencia del banco central y el régimen cambiario, pueden ser relevantes. Sin embargo, resultan iluminadoras unas cuantas comparaciones simples en la trayectoria producción-inflación antes y después de impagos internos y externos.[1]

Por varias razones nuestras estimaciones sólo pueden tener un carácter preliminar. En primer lugar porque, antes de la nuestra, simplemente no existía una base de datos completa sobre impagos de deuda interna, mucho menos sobre impagos *de facto*. Aunque tenemos la confianza de que nuestra muestra ofrece un cuadro más o menos completo de impagos externos y episodios de inflación, simplemente ignoramos el número de episodios de impago interno que pudimos haber omitido, incluso si nos limitamos a impagos ocurridos *de iure*. Este capítulo proporciona numerosos indicios de que muchos episodios manifiestos de impago interno o reestructuración se encuentran ocultos en archivos históricos. Por lo tanto, nuestra lista de impagos internos representa sin duda una cota inferior respecto a su incidencia real.

Finalmente, vale la pena señalar que nuestro tratamiento ha sido sistemático cuando se ha documentado la *incidencia* del impago, pero guarda silencio sobre su *magnitud*. Aun cuando nuestra base de datos sobre deuda pública ofrece algunas pistas valiosas sobre la magnitud del impago original o reestructuración, un vuelo muy alto de la imaginación sería necesario para sugerir que tal información proporciona un panorama general de ulteriores detalles en la reestructuración o de las tasas reales de recuperación. Con estas salvedades en mente, son varios los resultados que llaman la atención.

EL PIB REAL ANTES Y DESPUÉS DE UN IMPAGO

En primer lugar, ¿qué tan malas son las condiciones macroeconómicas en la antesala de un impago? Invariablemente, en la víspera de un impago de deuda interna la caída en la producción es mucho peor que la observada antes de un impago de deuda externa. Como las gráficas IX.1 y IX.2 lo ponen de relieve, el declive acumulativo de la producción durante los tres años previos a una crisis de impago interno es de 8% en promedio. Tan sólo la caída en la producción en el año de la crisis es de 4%. En comparación, el declive

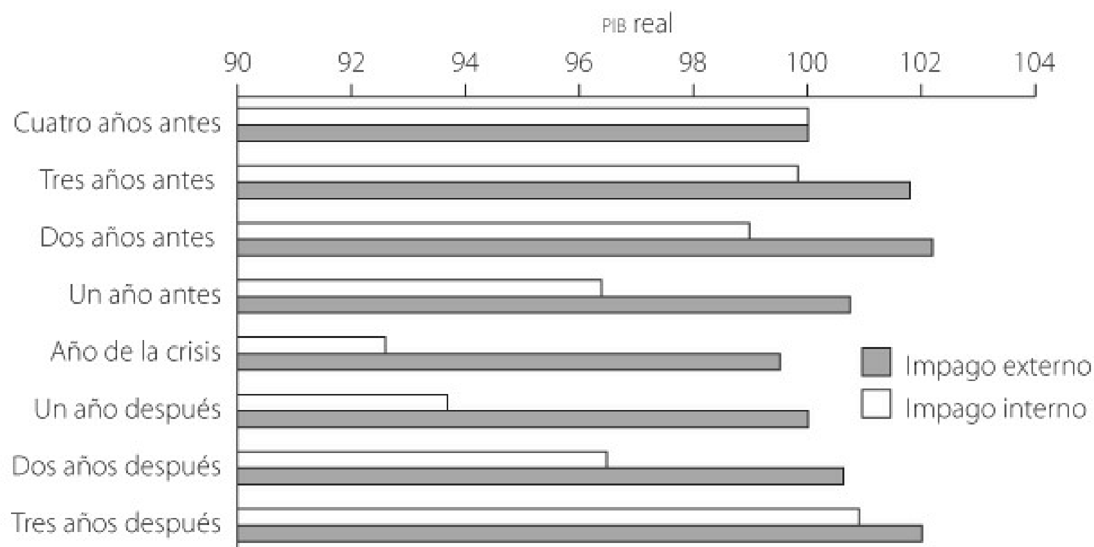
durante episodios de deuda externa es de 1.2% en promedio. Con el fin de comparar las condiciones previas a los impagos externo e interno, hemos llevado a cabo diversas pruebas considerando el año en particular, así como el cambio acumulativo en el periodo que precede al impago. Esta última prueba comprende un total de 224 observaciones en el caso de crisis internas (es decir, el número de observaciones anuales antes de una crisis interna) y 813 en el caso de crisis externas (de nuevo, años multiplicados por el número de crisis).

Como ya se señaló, los resultados han de tomarse con cautela, pues muchos episodios de deuda interna se producen a la par de crisis externas, y por consiguiente la producción también se ve afectada por un acceso limitado a créditos externos (si es que existe esa opción).

LA INFLACIÓN ANTES Y DESPUÉS DE UN IMPAGO

Al aplicar el procedimiento anterior a la tasa de inflación las diferencias son incluso más marcadas (gráficas IX.3 y IX.4). En el año de un impago externo, la inflación tiende a ser alta, de 33% en promedio.[2] En cambio, en una crisis de deuda interna es simplemente galopante, promediando 170% en el año del impago.[3] Tras un episodio de impago interno, la inflación se mantiene en 100% o más en los años siguientes. No es una sorpresa que el impago a través de una inflación venga acompañado de un impago interno—antes, durante y después de las expropiaciones internas más explícitas—. Nada sobre este tema se dice en la literatura académica sobre inflación.[4] Nuestra conclusión es que el impago interno tiende a producirse sólo en tiempos de graves problemas macroeconómicos.

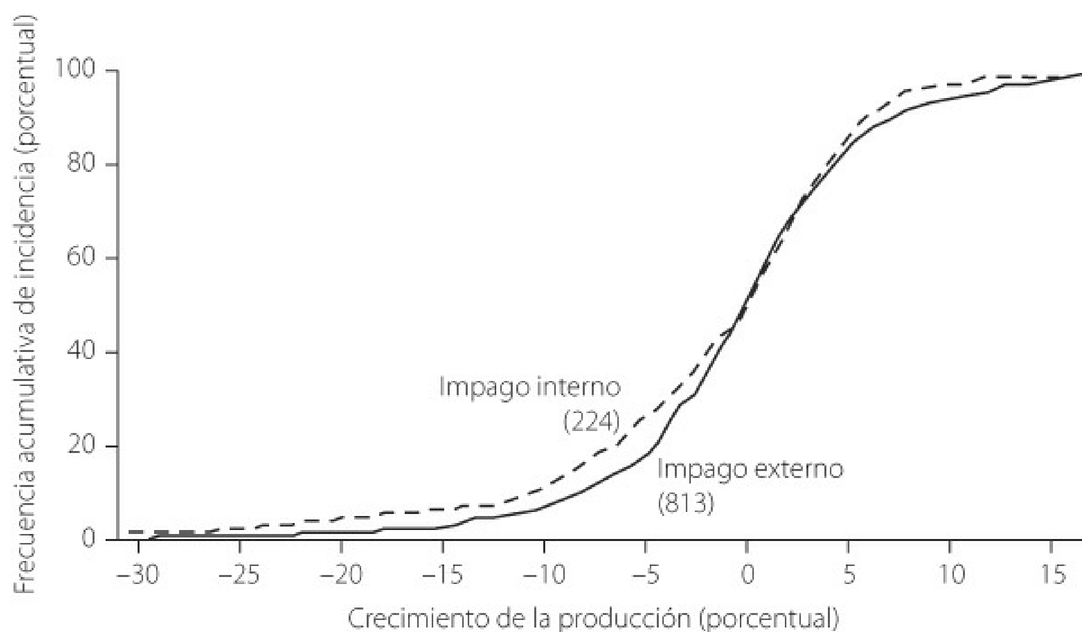
GRÁFICA IX.1. *El PIB real antes, durante y después de las crisis de deuda interna y externa (1800-2008)*



NOTA: El PIB real ha sido indexado de modo que equivalga a 100 cuatro años antes de la crisis.

FUENTES: Maddison (2004), Total Economy Database (2008) y las estimaciones de los autores.

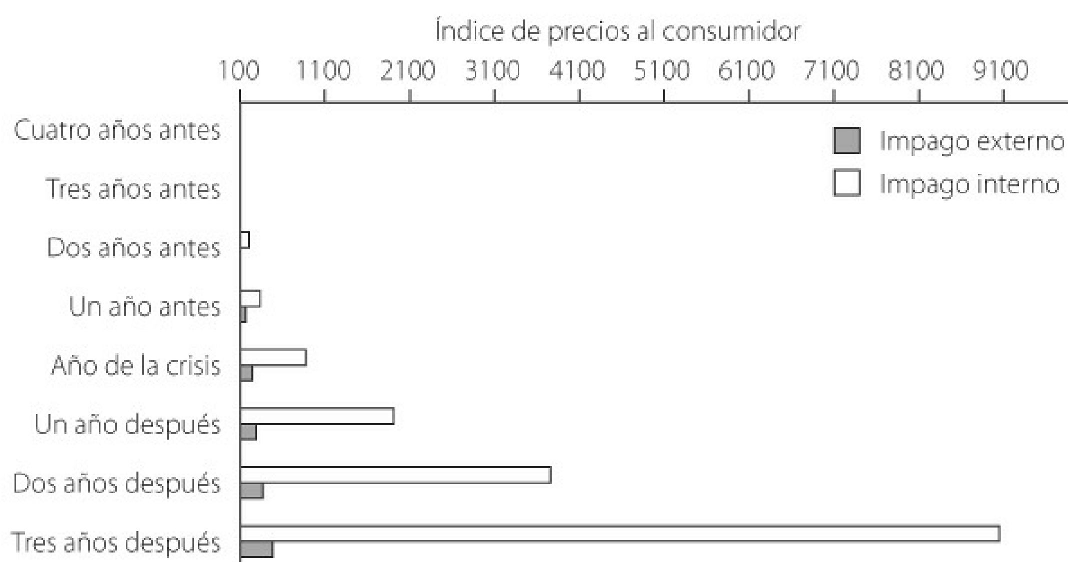
GRÁFICA IX.2. *Crisis de deuda interna y externa y PIB real, tres años antes de la crisis y en el año de ésta (1800-2008)*



NOTA: La prueba Kolmogorov-Smirnov es usada a fin de determinar si dos conjuntos de datos difieren de manera significativa. La prueba tiene la ventaja de que no parte de supuesto alguno respecto a la distribución de los datos. La prueba es no paramétrica y la distribución libre. En este caso Kolmogorov-Smirnov, 8.79, a un nivel de significación de uno por ciento.

FUENTES: Maddison (2004), Total Economy Database (2008) y las estimaciones de los autores.

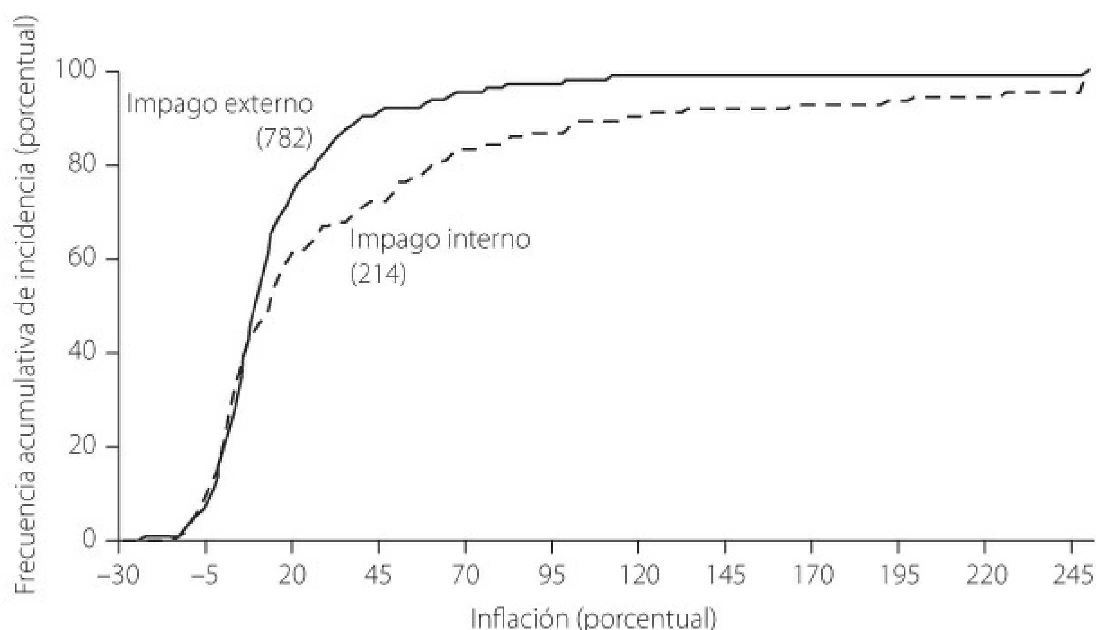
GRÁFICA IX.3. *Precios al consumidor antes, durante y después de las crisis de deuda interna y externa (1800-2008)*



NOTA: Los precios al consumidor ha sido indexados de modo que equivalgan a 100 cuatro años antes de la crisis.

FUENTES: FMI (varios años), *International Financial Statistics* y *World Economic Outlook;* otras fuentes citadas en el apéndice A.1, y las estimaciones de los autores.

GRÁFICA IX.4. *Crisis de deuda interna y externa e inflación, tres años antes de la crisis y en el año de ésta (1800-2008)*



FUENTES: FMI (varios años), *International Financial Statistics* y *World Economic Outlook;* otras fuentes citadas en el apéndice A.1, y las estimaciones de los autores.

CUADRO IX.1. *Producción e inflación antes, después y durante una crisis de deuda*

	Evaluación financiera					
	Promedio de crecimiento del PIB real			Promedio de la inflación		
	Impago interno	Impago externo	Diferencia	Impago interno	Impago externo	Diferencia
$t-3$	–0.2	1.8	–2.0*	35.9	15.6	20.3*
$t-2$	–0.9	0.4	–1.3	38.3	14.6	23.7*
$t-1$	–2.6	–1.4	–1.2	68.0	15.0	53.0*
t (crisis)	–4.0	–1.2	–2.8*	171.2	33.4	137.8*
$t+1$	1.2	0.4	0.8	119.8	38.2	81.6*
$t+2$	3.0	0.7	2.3*	99.2	28.9	70.2*
$t+3$	4.6	1.4	3.2*	140.3	29.1	111.2*
de $t-3$ a t	–1.9	–0.1	–1.8*	79.4	19.7	59.7*
de $t+1$ a $t+3$	2.9	0.8	2.1*	119.8	32.1	87.7*

	Pruebas Kolmogorov-Smirnov (KS) para determinar la concordancia de dos distribuciones					
	Núm. de observaciones			Núm. de observaciones		
	Impago interno	Impago externo	Estadística KS	Impago interno	Impago externo	Estadística KS
de $t-3$ a t, y de $t+1$ a $t+3$	224	813	8.8*	214	782	20.0*

NOTA: La evaluación financiera presupone varianzas desconocidas y desiguales. El año del impago se indica con t. El asterisco indica que la diferencia es estadísticamente significativa a un nivel de 1%. El valor crítico de la prueba Kolmogorov-Smirnov es 5.16 a un nivel de significación de uno por ciento.

FUENTES: FMI (varios años), *International Financial Statistics* y *World Economic Outlook;* Maddison (2004); Total Economy Database (2008); fuentes adicionales citadas en los apéndices A.1 y A.2, y las estimaciones de los autores.

El cuadro IX.1 ofrece un acercamiento más analítico, pues compara el crecimiento del PIB real y la inflación a través de episodios de impago interno y externo. Las columnas del cuadro presentan las medias muestrales de crecimiento económico e inflación antes y después de los dos tipos de impago. La hilera final presenta los resultados de una prueba Kolmogorov-Smirnov, que es una prueba estadística sobre la igualdad entre dos distribuciones de frecuencia. Tanto el crecimiento real como la inflación se comportan de una manera muy distinta alrededor de un impago interno que alrededor de uno externo.

INCIDENCIA DEL INCUMPLIMIENTO EN EL PAGO DE DEUDAS CONTRAÍDAS CON ACREEDORES

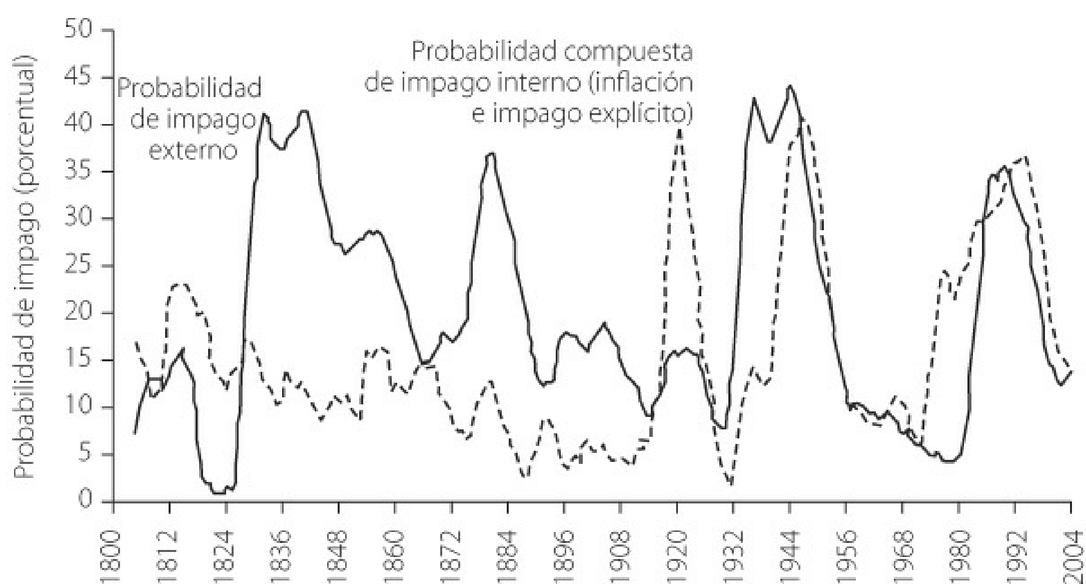
Para arrojar un poco de luz sobre la incidencia de casos de expropiación a residentes *versus* no residentes, construimos cuatro series temporales para el periodo 1800-2006. Éstas presentan la probabilidad de un impago externo (o el porcentaje de países de nuestra muestra que se encuentran en una situación de impago externo en determinado año); la probabilidad de episodios de impago interno; la probabilidad de una crisis inflacionaria (aquí definida como el número de países que en determinado año, dentro de los más de dos siglos que cubre nuestra muestra, tuvieron una tasa de inflación anual superior a 20%), y el total de incidencias de alta inflación e impago interno, el cual resume la expropiación de bienes a residentes.[5]

La gráfica IX.5 muestra la probabilidad de impago externo *versus* impago interno ya sea a través de una inflación o de un impago explícito. El cuadro IX.2 presenta algunas estadísticas sumarias sobre la información en la que se basan nuestras estimaciones. En el caso del periodo premoderno y hasta el inicio de la segunda Guerra Mundial, la incidencia de impagos externos fue superior en comparación con años posteriores.[6] En particular, durante el periodo 1800-1939, la probabilidad de un impago externo fue de alrededor de 20%, contra 12% en el caso de un impago interno. En toda la muestra no se detectó una diferencia estadísticamente significativa en la incidencia de incumplimientos en el pago de deuda a acreedores internos *versus* acreedores extranjeros. En virtud de la extendida adopción de la moneda fíat, al parecer la inflación se volvió la forma más conveniente de expropiar. Como consecuencia, la incidencia de gravámenes impuestos a residentes nacionales se incrementó después de la segunda Guerra Mundial.[7]

La gráfica IX.6 muestra la probabilidad de impago interno como una proporción de la probabilidad de impago en general. Un cociente superior a 0.5 indica que los acreedores nacionales la están pasando peor que los extranjeros, mientras que un cociente inferior a 0.5 indica lo contrario.

Ciertamente, este primer vistazo a los datos—demasiado burdo, hay que reconocerlo —, en modo alguno logra disuadirnos de nuestra creencia original, esto es, que la deuda interna suele estar en manos de importantes actores políticos en los países deudores, y que no siempre puede desecharse tan a la ligera, como si realmente se tratase de una deuda menor, aspecto subrayado por Allan Drazen.[8]

GRÁFICA IX.5. *¿A quién se expropia, a residentes o a extranjeros? La probabilidad de impago interno y externo (1800-2006)*



FUENTES: FMI (varios años), *International Financial Statistics* y *World Economic Outlook;* Maddison (2004); Total Economy Database (2008); otras fuentes referidas en el apéndice A.1 y en las estimaciones de los autores.

GRÁFICA IX.6. *Probabilidad compuesta de impago interno expresada como una proporción de la probabilidad total de impago (1800-2006)*



FUENTES: FMI (varios años), *International Financial Statistics* y *World Economic Outlook;* Maddison (2004); Total Economy Database (2008); otras fuentes citadas en el apéndice A.1 y en las estimaciones de los autores.

CUADRO IX.2. *¿A quién se expropia, a residentes o a extranjeros? Pruebas preliminares para determinar la igualdad de dos proporciones (distribución binomial) en 1800-2006*

	Las dos muestras	*1800-2006*	*1800-1939*	*1940-2006*
$n_1 = n_2$	Número de observaciones (años) a lo largo de los cuales se calculó la probabilidad de impago externo e interno	207	139	66
P_1	Probabilidad de impago externo	0.1975	0.2048	0.1823
P_2	Probabilidad compuesta de impago interno[a]	0.1505	0.1202	0.2138
$P_1 - P_2$	Diferencia	0.0470	0.0846	–0.0315
Prueba Z		1.2625	1.9122*	–0.4535
	Nivel de significación	0.1034	0.0279	0.6749
¿A quién se expropió más, a los residentes o a los extranjeros?		Igual	Extranjeros	Igual

NOTA: El cuadro ofrece una respuesta a la pregunta: ¿aumentó en la época moderna (es decir, de 1800-1939 a 1940-2006) la probabilidad de expropiación a los residentes nacionales? La respuesta es afirmativa. Prueba Z, 1.4716; nivel de significación, 0.0706.** El año del impago se indica con *t*. La prueba estadística para determinar la igualdad de dos proporciones se calcula como sigue:

$$Z = \frac{(P_1 - P_2)}{\left[P(1-P)\left[\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}\right]\right]^{1/2}}, \text{ donde } P = \frac{P_1 n_1 + P_2 n_2}{n_1 + n_2}.$$

[a] La probabilidad compuesta del impago interno se define como la probabilidad de un impago explícito de deuda interna más la probabilidad de una crisis inflacionaria (es decir, un impago a través de una inflación).

* A un nivel de significación de cinco por ciento.

** A un nivel de significación de uno por ciento.

FUENTES: FMI (varios años), *International Financial Statistics* y *World Economic Outlook;* Maddison (2004); Total Economy Database (2008); fuentes adicionales referidas en los apéndices A.1 y A.2, y las estimaciones de los autores.

El cuadro IX.2 nos permite apreciar de manera más sistemática la diferencia en el tratamiento de residentes locales y extranjeros a lo largo del tiempo. Ofrece promedios muestrales de la probabilidad de impagos internos y externos para el periodo completo entre 1800 y 2006, así como para dos subperiodos, antes y después de la segunda Guerra Mundial. Como se señala en las notas que acompañan el cuadro, la probabilidad de que residentes nacionales sufrieran una expropiación fue mayor en el periodo de la posguerra.

En estos últimos capítulos hemos presentado un extenso conjunto global de datos en torno a una variable macroeconómica fundamental, la misma que con frecuencia los gobiernos buscan mantener lejos de la vista pública: la deuda pública interna. Asimismo, hemos presentado lo que creemos es el primer esfuerzo para conformar un catálogo mundial histórico de impagos de deuda interna, el cual se extiende a lo largo de dos siglos y comprende 66 países.

Un primer acercamiento a la información pone de manifiesto la necesidad de que los investigadores revisen la literatura empírica sobre sustentabilidad de la deuda pública externa (así como sobre los incentivos gubernamentales que favorecen la alta inflación y las hiperinflaciones), a la luz de los datos aquí vertidos sobre deuda pública interna y, donde sea posible, a la luz de definiciones más amplias de deuda pública y deuda garantizada por los gobiernos. Desde luego, el impacto que la deuda interna puede tener sobre la inflación y el impago externo será distinto para cada episodio según las circunstancias. En algunos casos, la deuda interna es eliminada a través de un alza inflacionaria; en otros, los gobiernos incumplen en el pago de su deuda externa.

¿Cómo pudo la deuda pública interna en los mercados emergentes burlar los radares de tantos economistas? Muchos investigadores, atentos únicamente a las dificultades de los mercados emergentes para emitir deuda en medio de la altísima inflación de los años ochenta y noventa, simplemente creyeron que nadie por voluntad propia le prestaría jamás en moneda local a los regímenes cleptocráticos de dichos mercados. En efecto, nadie confiaría en que un gobierno de esa índole resistiría la tentación de inflar una deuda así hasta hacerla desaparecer. La consecuencia lógica fue la inexistencia absoluta de deuda pública en moneda local. No obstante, un puñado de investigadores han considerado su posible existencia. Alesina y Tabellini, por ejemplo, consideraron un caso teórico en el que la deuda interna queda saldada antes que la deuda externa.[9] Sin embargo, debido a la falta total de información o siquiera de una sospecha sobre la existencia temprana de cantidades significativas de deuda interna en prácticamente todos los países (incluso durante su fase como mercados emergentes), estos casos aislados no han tenido gran repercusión en la literatura académica o sobre políticas económicas más influyentes.

Resulta desconcertante la falta de transparencia que un sinfín de gobiernos e instituciones multilaterales han mostrado al no favorecer un fácil acceso a sus series temporales sobre deuda interna. Después de todo, tales gobiernos recurren de manera sistemática a los mercados internos y externos para vender deuda. En términos generales, lo más probable es que la falta de certidumbre en torno a la capacidad histórica de un país para pagar eleve las primas por riesgo sobre nuevas emisiones. Todavía más intrigante es por qué los inversionistas internacionales no exigen información histórica que es esencial para el valor de los títulos que pueden adquirir. Cualquier compañía de tarjetas de crédito querrá saber el historial de compras y pagos de un cliente, el tipo de

endeudamiento que ha manejado en el pasado y bajo qué condiciones. Sin duda, la información histórica tiene una importancia similar para los gobiernos.

La única conjetura posible es que muchos gobiernos en efecto desean que los mercados de capital reconozcan a fondo los riesgos que están corriendo al acumular deuda y garantías de deuda, debido a su temor a tener que pagar costos financieros mucho más altos. Hacer pública la información histórica hará que los inversionistas se pregunten por qué no pueden estar disponibles también los datos actuales. De cualquier modo, uno pensaría que es posible aducir sólidos argumentos para que gobiernos menos despilfarradores no tuvieran problemas en abrir sus libros y ser recompensados por ello con tasas de interés más bajas. A su vez, esta transparencia ejercería una presión sobre deudores más débiles. Sin embargo, incluso hoy en día los Estados Unidos mantienen un sistema contable extraordinariamente opaco, repleto de garantías extrapresupuestarias y potencialmente costosas. Como respuesta a la reciente crisis financiera, el gobierno estadunidense (incluida la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal) introdujo una enorme cantidad de garantías extracontables en sus libros, muy probablemente absorbiendo pasivos cuya envergadura, desde una perspectiva actuarial y conforme a una valoración al momento del rescate, era similar, por poner un ejemplo, a los gastos en seguridad nacional, si no es que mayor. ¿Por qué tantos gobiernos se resisten a facilitar la labor de las bases de datos permitiendo la incorporación de su historial de deuda? He aquí una pregunta fundamental para el futuro de la investigación académica y sobre política económica.

Desde una perspectiva normativa, resulta plausible defender la tesis de que, al exigir (o al menos promover) entre los distintos países requisitos básicos sobre rendición de cuentas y transparencia, un organismo internacional estaría aportando un valioso bien común. De hecho, llama la atención que las actuales instituciones financieras multilaterales jamás hayan abrazado por completo la tarea de publicar de manera sistemática información sobre deuda pública, en especial a la luz del supuesto liderazgo de estos organismos para advertir a los encargados de las políticas económicas y a los inversionistas sobre un riesgo de crisis. Por el contrario, asumiendo que el florecimiento de los actuales mercados de deuda pública interna es un fenómeno de suyo nuevo y diferente, el sistema parece haberse olvidado por completo de la historia de la deuda interna.[10] Sin embargo, como nuestro conjunto de datos sobre deuda interna del gobierno central lo pone de manifiesto con peculiar acento, nada puede estar más lejos de la verdad. De hecho, existen razones para creer que con nuestros datos hemos tocado apenas la punta del iceberg en cuanto a un entendimiento real de los pasivos explícitos y contingentes del sector público.

[1] Cabe notar asimismo que otros indicadores económicos (aparte de la inflación y el crecimiento del PIB per cápita, estudiados en detalle) ofrecerían mayores elementos para entender cuán mala tiene que ser la situación de un país para que éste considere incurrir en un impago. En particular, el impacto que respectivamente tienen el impago externo y el interno sobre indicadores sociales como pobreza, salud, distribución del ingreso y otros, debe ser, en principio, muy distinto.

[2] No es una sorpresa que se produzca alta inflación inmediatamente después de un impago externo, en especial debido a la enorme depreciación del tipo de cambio.

[3] Los promedios no consideran el impago boliviano de deuda interna en 1982, pues en el año anterior ($t-1$) a dicho episodio la inflación se disparó a más de 11 000 por ciento.

[4] Reinhart y Savastano (2003) analizan la conversión forzosa de los depósitos bancarios en divisas extranjeras (como la ocurrida en Argentina en 2002) durante las hiperinflaciones de Bolivia y Perú.

[5] Por supuesto, los Estados Unidos representan la excepción en el periodo moderno. Prácticamente toda la deuda estadunidense es interna (a medida que los bonos Carter se han ido venciendo). Sin embargo, alrededor de 40% está en manos extranjeras (en su gran mayoría bancos centrales y otras instituciones oficiales), y toda está denominada en dólares. Por lo tanto, una inflación en los Estados Unidos afectaría también a no residentes.

[6] La gran escalada de impagos externos en la década de 1820 se debió a la primera oleada de impagos soberanos (hoy bastante bien estudiada) de los entonces recién independizados países la tinoamericanos. Sin embargo, por ese tiempo Grecia y Portugal también incurrieron en impago.

[7] Véase la grafica IX.6.

[8] Drazen (1998).

[9] Véase Alesina y Tabellini (1990).

[10] Además de simplemente ofrecer información sobre deuda, las instituciones financieras internacionales, entre ellas el FMI y el Banco Mundial, pueden ayudar asimismo a difundir información sobre mejores prácticas. Véase, por ejemplo, la discusión en Wallis y Weingast (1988) sobre la evolución de las instituciones.

CUARTA PARTE

CRISIS BANCARIAS, INFLACIÓN Y DERRUMBES MONETARIOS

Cualquier país puede superar una historia de sucesivos periodos inflacionarios, pero ninguno se ha graduado todavía de las crisis bancarias.

X. CRISIS BANCARIAS

> Si bien muchas de las actuales economías avanzadas han logrado graduarse de una historia de inflación alta muy severa, o de impago serial de deuda soberana, a la fecha ha resultado mucho más complejo lograr graduarse de las crisis bancarias. En efecto, la imagen que se desprende para las economías avanzadas a lo largo del periodo 1800-2008 es una imagen de sucesivas crisis bancarias.

HASTA fechas muy recientes, los estudios sobre crisis bancarias se han centrado ya sea en episodios extraídos de la historia de los países avanzados (en especial los pánicos bancarios de antes de la segunda Guerra Mundial) o en la experiencia de los actuales mercados emergentes.[1] Para la configuración de esta dicotomía quizá ha sido determinante la creencia de que, en el caso de las economías avanzadas, las crisis financieras desestabilizadoras, sistémicas y globales son una reliquia del pasado.[2] Por supuesto, la segunda Gran Contracción, esto es, la crisis financiera mundial que en fechas recientes asfixió a los Estados Unidos y Europa, ha echado por tierra esta mala concepción, si bien a un costo social muy alto.

Como lo demostramos en este capítulo, las crisis bancarias han afectado por igual a países ricos y pobres desde hace mucho tiempo. Para sustentar tal hallazgo recurrimos a nuestra muestra básica de 66 países (junto con una muestra extendida en algunos casos) y revisamos un sinfín de crisis bancarias, desde el pánico financiero danés durante las guerras napoleónicas hasta la reciente "primera crisis global del siglo XXI". La frecuencia de las crisis bancarias presenta una increíble similitud en los países con ingresos altos y en aquellos con ingresos medios y bajos. De hecho, el recuento de crisis bancarias es particularmente alto en el caso de los centros financieros mundiales: Francia, el Reino Unido y los Estados Unidos. Quizá aún más asombrosos son los paralelos cuantitativos y cualitativos que existen entre grupos con ingresos distintos. Estos paralelos se producen a pesar de la relativa transparencia en los actuales historiales de impago soberano de los países ricos.

A partir de la base de datos que subyace a este libro, tres aspectos son especialmente relevantes para el estudio de las crisis bancarias. Primero, para decirlo de nuevo, nuestra información sobre el tema se remonta a 1800. Segundo, hasta donde sabemos, somos los primeros en examinar el comportamiento de los precios del sector inmobiliario alrededor de las principales crisis bancarias en los mercados emergentes, incluyendo Asia, Europa y Latinoamérica. Nuestro conjunto de datos para los mercados emergentes nos permite establecer comparaciones, en términos de duración e impacto, con los ciclos de precios (mucho mejor documentados) del sector inmobiliario en las economías avanzadas, variable que desde hace tiempo se sabe tiene una función muy importante en las crisis financieras. Así, descubrimos que durante una crisis bancaria tales ciclos son similares, tanto en su duración como en su impacto, para los dos grupos de países. El resultado es

asombroso, considerando que la gran mayoría de las series temporales financieras y macroeconómicas (sobre ingreso, consumo, gasto público, tasas de interés, etc.) exhiben una mayor volatilidad en los mercados emergentes.[3] Tercero, nuestro análisis hace uso de la enorme cantidad de información histórica que ha logrado compilarse sobre ingresos tributarios y deuda del gobierno central (como se detalla en el capítulo III). Esta información ofrece una nueva perspectiva en torno a las consecuencias fiscales de las crisis bancarias, con especial hincapié en las implicaciones para el ingreso tributario y la deuda pública, dimensiones con una relevancia mucho mayor que los costos de un rescate, aspecto más limitado en el que suele centrarse la literatura.

Descubrimos que las crisis bancarias casi siempre conducen a considerables bajas en el ingreso tributario. Asimismo, existen otros factores que conducen a déficits mayores, entre ellos la implementación de estabilizadores fiscales automáticos, políticas fiscales anticíclicas y el pago de intereses más altos debido a elevadas primas por riesgo y reducciones en las calificaciones crediticias (en particular, aunque no exclusivamente, para los mercados emergentes). En promedio, durante el periodo moderno, la deuda real del gobierno se incrementa en 86% durante los tres años posteriores a una crisis bancaria (es decir, si al inicio de la crisis la deuda del gobierno central es de $100 000 millones, pasados tres años ésta se elevaría a $186 000 millones, ajustada en función de la inflación). Estas consecuencias fiscales, que comprenden costos directos e indirectos, superan con mucho los habituales costos de un rescate bancario. Asimismo, llama la atención el hecho de que el impacto sea comparable en economías avanzadas y emergentes. Desde luego, tanto los costos de un rescate como otros costos fiscales dependen de una multitud de factores políticos y económicos, en especial la respuesta estratégica y la gravedad del choque real que, por lo general, desata la crisis.[4]

LA TEORÍA SOBRE CRISIS BANCARIAS: UN PREÁMBULO

Las crisis bancarias en los sistemas financieros represores

En esencia, nuestra muestra comprende dos tipos de crisis bancaria. La primera es común en los países pobres en vías de desarrollo de África y otras regiones, aunque en ocasiones irrumpe en mercados emergentes más ricos, por ejemplo Argentina. Estas crisis son en realidad una forma de impago interno a la que recurren los gobiernos de países donde la represión financiera constituye un aspecto importante del régimen tributario. Bajo condiciones de represión financiera, los bancos se convierten en vehículos que contribuyen a que los gobiernos, al poseer el monopolio del sistema completo de ahorros y pagos y no sólo de moneda, puedan obtener mayores ingresos tributarios indirectos a costa de los ciudadanos. Los gobiernos obligan a los residentes nacionales a depositar su dinero en los bancos al ofrecerles muy pocas o ninguna alternativa. Luego llenan los bancos de deuda a través de los requerimientos de reservas y otros mecanismos. Esto permite que los gobiernos financien una parte de su deuda a una tasa de interés muy baja. La represión financiera constituye entonces una forma de

tributación. Los ciudadanos depositan su dinero en los bancos simplemente porque no hay otros lugares seguros para sus ahorros. A su vez, los gobiernos emiten regulaciones y restricciones que obligan a los bancos a volver a prestar el dinero para financiar deuda pública. Desde luego, cuando es el gobierno quien administra los bancos, simplemente les ordena que le otorguen los préstamos.

Con frecuencia los gobiernos pueden, y de hecho así sucede, incrementar el impuesto derivado de una represión financiera, y para ello fijan topes a las tasas de interés al tiempo que crean inflación. Esto es, por ejemplo, lo que hizo la India a principios de la década de 1970, cuando impuso un tope de 5% a su tasa bancaria y urdió un aumento en la inflación de más de 20%. Algunas veces estos mecanismos no son suficientes para saciar la voraz necesidad de los gobiernos de ahorros que se traduzcan en ingresos, y entonces simplemente dejan de pagar sus deudas. Este impago interno obliga a su vez a los bancos a incumplir en sus propias obligaciones, provocando que los ahorradores pierdan una parte o la totalidad de su dinero. (En algunos casos, los gobiernos pueden llegar a emitir una garantía de depósitos; sin embargo, en caso de un impago simplemente romperán también esta promesa.)

Crisis bancarias y corridas bancarias

La verdadera crisis bancaria, la que normalmente experimentan los mercados emergentes y las economías avanzadas, es una criatura de otro orden. Como se mencionó en el preámbulo, que a los bancos corresponda la tarea de transformar los vencimientos (transformando el financiamiento de los depósitos a corto plazo en préstamos a largo plazo) los hace particularmente vulnerables a ser presa de pánicos.[5] De manera habitual, el endeudamiento de los bancos es a corto plazo, en la forma de ahorros y depósitos a la vista (que en teoría pueden retirarse en cualquier momento). Al mismo tiempo, los bancos otorgan préstamos con vencimientos a largo plazo, en la forma de créditos directos al sector empresarial, así como otros valores a largo plazo y de alto riesgo. En condiciones normales, los bancos poseen una cantidad más que suficiente de recursos líquidos para hacer frente a cualquier oleada de retiros. Sin embargo, durante una "corrida" a un banco, los ahorradores pierden la confianza en éste y hacen retiros en forma masiva. A medida que los retiros aumentan, el banco no tiene más remedio que liquidar activos bajo coerción. Por lo general, lo hace a precios "de remate", en especial si posee créditos muy poco líquidos e idiosincrásicos (por ejemplo, los otorgados a negocios locales sobre los que tiene mucha mejor información en comparación con otros inversionistas). Durante una crisis bancaria sistémica del tipo que aquí nos concierne, el problema de tener que liquidar a precios de remate puede extenderse a un espectro mucho más amplio de activos. Con frecuencia, bancos distintos poseen carteras de activos muy similares, y si todos los bancos tratan de vender al mismo tiempo, el mercado puede secarse por completo. Activos más o menos líquidos en tiempos normales pueden de pronto perder su liquidez, justo cuando el banco más los necesita.

Entonces, incluso si el banco tuviera una absoluta solvencia antes de una corrida, al

tener que liquidar activos a precios de remate sus estados financieros se verían arruinados. En ese caso, la corrida bancaria es autorrealizada. Estamos, pues, ante un ejemplo más de equilibrios múltiples, parecido en espíritu al momento en que todos los acreedores de un país se niegan a refinanciar la deuda a corto plazo. En el caso de una corrida bancaria, son los ahorradores quienes en realidad se están negando a refinanciar la deuda.

En los hechos, los sistemas bancarios poseen diversos mecanismos para manejar las corridas. Si se produce alrededor de una sola institución, ésta puede obtener un préstamo del fondo común de los bancos privados, el cual ofrece un seguro de depósitos. Sin embargo, si la corrida afecta a un espectro más amplio de instituciones, el fondo privado garantizado no funcionará. La crisis hipotecaria *subprime* estadunidense de 2007 representa un buen ejemplo de estas corridas, pues en este caso el sector bancario poseía grandes cantidades de activos hipotecarios en problemas. Las crisis cambiarias que durante los años noventa golpearon a varias economías en vías de desarrollo son otro ejemplo de una crisis financiera sistémica que afecta a casi todos los bancos de un país. En las crisis asociadas con este par de ejemplos, lo que finalmente desencadena el choque es la pérdida real para el sistema bancario.

Es posible manejar la sacudida si se mantiene la confianza en el sector. Sin embargo, si se crea una corrida, ésta puede llevar al sistema completo a la quiebra, transformando un problema pernicioso en uno devastador. Diamond y Dybvig sostienen que es posible prevenir las corridas bancarias mediante un seguro de depósitos. Sin embargo, su modelo no toma en cuenta el hecho de que, sin una regulación eficaz, el seguro de depósitos puede inducir a los bancos a correr demasiados riesgos.[6]

En términos generales, las corridas bancarias no son sino un buen ejemplo de la fragilidad de deudores, públicos o privados, con un nivel elevado de apalancamiento, como se señala en el preámbulo del libro. La implosión del sistema financiero estadunidense durante 2007-2008 se dio precisamente porque muchas compañías financieras fuera del sector bancario tradicional y regulado financiaron sus inversiones no líquidas usando empréstitos a corto plazo. En los sistemas financieros modernos, no sólo los bancos están expuestos a una corrida, sino asimismo otros tipos de instituciones con carteras altamente apalancadas y cuyo financiamiento depende de endeudamiento a corto plazo.

¿Por qué son tan costosas las recesiones asociadas con una crisis bancaria?

Las crisis financieras más profundas rara vez se presentan de manera aislada. Más que un catalizador de recesiones, las crisis financieras suelen ser un mecanismo de amplificación: un revés de la suerte en el crecimiento del producto lleva a una serie de incumplimientos en el pago de créditos bancarios, provocando a su vez que otros bancos cancelen el otorgamiento de créditos; esto conduce a nuevas caídas en la producción y a mayores problemas de pago, y así sucesivamente. Por otra parte, las crisis bancarias suelen presentarse acompañadas de otros tipos de crisis, entre ellas crisis cambiarias,

crisis de deuda interna y externa, y crisis inflacionarias. En el capítulo XVI exploraremos con más detalle la coincidencia y sucesión temporal de estas crisis. Así pues, debe tenerse el cuidado de no interpretar este primer vistazo a nuestro extenso conjunto de datos históricos como una prueba definitiva de los efectos causales de las crisis bancarias. Se trata de un área relativamente nueva en la que hay todavía mucho por hacer.

Dicho esto, la literatura teórica y empírica sobre el impacto de las crisis financieras en la actividad real es sumamente amplia y completa. Debemos a Bernanke uno de los estudios más influyentes, publicado en 1983. Ahí se afirma que el sistema financiero estadunidense tardó mucho tiempo para recuperar su capacidad crediticia durante la crisis de los años treinta, cuando casi la mitad de los bancos se colapsaron a principios de esa década. De acuerdo con Bernanke, el derrumbe del sistema financiero explica que la Gran Depresión haya persistido de manera intermitente a lo largo de toda una década, en vez de concluir en un año o dos como sucede con una recesión normal. (En el año 2006 Bernanke asumió la presidencia de la Reserva Federal y desde luego tuvo la oportunidad de poner en práctica sus tesis académicas durante la segunda Gran Contracción, iniciada en 2007.)

En una obra posterior, escrita junto con Mark Gertler, Bernanke presentó un modelo teórico que explicaba la forma en que la presencia de imperfecciones en el mercado financiero, causadas por información asimétrica entre prestamistas y prestatarios, puede acabar por magnificar cualquier choque de política monetaria.[7] En el modelo Bernanke-Gertler, una reducción en la riqueza (provocada, por ejemplo, por un choque en la productividad) afecta enormemente a la producción, pues las empresas se ven obligadas a reducir sus planes de inversión. Esto sucede porque, a medida que caen sus ganancias acumuladas, las empresas deben financiar una parte más grande de sus proyectos de inversión a través de financiamiento externo, que es más caro, y no a través de financiamiento interno, que es relativamente barato. Las recesiones provocan una pérdida en el colateral, que entonces se magnifica a través del sistema financiero.

Kiyotaki y Moore delinean una dinámica similar como parte de un modelo intertemporal más complejo.[8] Éste muestra cómo una caída en los precios de la tierra (como sucedió en Japón a principios de la década de 1990) puede minar el colateral de una empresa, provocando un repliegue en la inversión que a su vez conduce a una mayor caída en el valor de la tierra, y así sucesivamente.

En su artículo de 1983, Bernanke subraya que el colapso de los canales de crédito durante una recesión afecta en particular a los deudores pequeños y medianos, cuyo nombre carece de reconocimiento y, por lo tanto, comparados con los grandes prestatarios, tienen un menor acceso a los mercados bursátiles y de bonos como una alternativa al financiamiento bancario, de suyo más dependiente de las relaciones.

Muchos otros ensayos han confirmado que, en efecto, los prestatarios pequeños y medianos padecen las recesiones muy hondamente, y son muchos los indicios que apuntan a los canales de crédito como un elemento central.[9] No abundaremos más sobre la extensa literatura teórica alrededor de los mercados financieros y la actividad real,

excepto para decir que ciertamente existe un fuerte sustento teórico y empírico detrás de la idea de que un colapso en el sistema bancario de un país puede tener enormes consecuencias en su trayectoria de crecimiento.[10]

Es el turno del testimonio empírico. Dada la vulnerabilidad de los sistemas bancarios a vivir corridas, junto con los indicios teóricos y empíricos en el sentido de que las crisis bancarias magnifican las recesiones de manera considerable, no es una sorpresa que los países experimenten más apuros ante una crisis financiera que al tratar de superar un amplio historial de crisis soberanas de deuda. En este último caso, es posible hablar de "graduación", de modo que pueden pasar siglos sin que un país se deslice de nuevo a una situación de impago. Sin embargo, hasta ahora, ningún país importante ha sido capaz de graduarse de las crisis bancarias.

CRISIS BANCARIAS: UNA "AMENAZA IGUALITARIA"

Como vimos, la frecuencia del impago (o reestructuración) de deuda externa es mucho menor en las economías avanzadas que en los mercados emergentes. De hecho, en el caso de muchos países desarrollados esa frecuencia ha sido nula desde 1800.[11] Incluso países con un amplio historial de impagos antes de 1800, entre ellos Francia y España, hoy presentan señales de haberse graduado del impago serial de deuda externa.

La segunda columna de los cuadros X.1 y X.2 pone de manifiesto la enorme diferencia que existe entre la experiencia de impago soberano en los mercados emergentes (sobre todo en África y Latinoamérica, aunque también en varios países de Asia) y la de los países desarrollados de Europa occidental, Norteamérica y Oceanía. La tercera columna de ambos cuadros presenta un cálculo análogo para las crisis bancarias (es decir, el número de años que se prolongó la crisis bancaria dividido por el número de años desde que el país obtuvo su independencia, o desde 1800 si la alcanzó antes, todo ello en el marco de nuestro conjunto ampliado de datos). Un hecho notable que se desprende de los cuadros es que la duración promedio de un impago soberano es mucho más grande que la duración promedio de una crisis bancaria. Un país puede burlar a sus acreedores externos por un largo tiempo. Sin embargo, dejar de atender una crisis bancaria interna resulta sumamente costoso, al parecer debido a su efecto paralizante sobre el comercio y la inversión.

Los cuadros X.3 y X.4 ofrecen una perspectiva diferente en torno a la persistencia de las crisis bancarias. La segunda columna da cuenta del número de crisis bancarias (en vez de su duración en años) a partir de la fecha de independencia de cada país o a partir de 1800. La tercera columna limita el intervalo de tiempo al periodo posterior a la segunda Guerra Mundial. Son varios los detalles que vale la pena notar.

CUADRO X.1. *Crisis de deuda y crisis bancarias: África y Asia desde el año de independencia hasta 2008*

País	*Número de años en una situación de impago o reprogramación desde su independencia o desde 1800*	*Número de años en medio de una crisis bancaria desde su independencia o desde 1800*
África		
Angola	59.4	17.6
Argelia	13.3	6.4
Costa de Marfil	48.9	8.2
Egipto	3.4	5.6
Kenia	13.6	19.6
Marruecos	15.7	3.8
Nigeria	21.3	10.2
República Centroafricana	53.2	38.8
República de Mauricio	0.0	2.4
Sudáfrica	5.2	6.3
Túnez	9.6	9.6
Zambia	27.9	2.2
Zimbabwe	40.5	27.3
Asia		
China	13.0	9.1
Corea	0.0	17.2
Filipinas	16.4	19.0
India	11.7	8.6
Indonesia	15.5	13.3
Japón	5.3	8.1
Malasia	0.0	17.3
Myanmar	8.5	13.1
Singapur	0.0	2.3
Sri Lanka	6.8	8.2
Tailandia	0.0	6.7
Taiwán	0.0	11.7

NOTA: En el caso de los países que obtuvieron su independencia antes de 1800 el cálculo va de 1800 a 2008.

FUENTES: Las estimaciones de los autores; Purcell y Kaufman (1993); Kaminsky y Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a), así como las fuentes por ellos citadas; Caprio *et al.* (2005); Jácome (2008), y Standard & Poor's. Véase asimismo el apéndice A.2.

CUADRO X.2. *Crisis de deuda y crisis bancarias: Europa, Latinoamérica, Norteamérica y Oceanía desde el año de independencia hasta 2008*

País	*Número de años en una situación de impago o reprogramación desde su independencia o desde 1800*	*Número de años en medio de una crisis bancaria desde su independencia o desde 1800*
Europa		
Alemania	13.0	6.2
Austria	17.4	1.9
Bélgica	0.0	7.3
Dinamarca	0.0	7.2
España	23.7	8.1
Finlandia	0.0	8.7
Francia	0.0	11.5
Grecia	50.6	4.4
Holanda	6.3	1.9
Hungría	37.1	6.6
Italia	3.4	8.7
Noruega	0.0	15.7
Polonia	32.6	5.6
Portugal	10.6	2.4
Reino Unido	0.0	9.2
Rumania	23.3	7.8
Rusia	39.1	1.0
Suecia	0.0	4.8
Turquía	15.5	2.4
Latinoamérica		
Argentina	32.5	8.8
Bolivia	22.0	4.3
Brasil	25.4	9.1
Chile	27.5	5.3
Colombia	36.2	3.7
Costa Rica	38.2	2.7
Ecuador	58.2	5.6
El Salvador	26.3	1.1
Guatemala	34.4	1.6
Honduras	64.0	1.1
México	44.6	9.7
Nicaragua	45.2	5.4
Panamá	27.9	1.9
Paraguay	23.0	3.1
Perú	40.3	4.3
República Dominicana	29.0	1.2
Uruguay	12.8	3.1
Venezuela	38.4	6.2
Norteamérica		
Canadá	0.0	8.5
Estados Unidos	0.0	13.0
Oceanía		
Australia	0.0	5.7
Nueva Zelanda	0.0	4.0

FUENTES: Las estimaciones de los autores; Purcell y Kaufman (1993); Kaminsky y Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a), y las fuentes por ellos citadas; Caprio *et al.* (2005); Jácome (2008), y Standard & Poor's. Véase asimismo el apéndice A.2.

CUADRO X.3. *Frecuencia de crisis bancarias: África y Asia hasta 2008*

País	*Número de crisis bancarias desde su independencia o desde 1800*	*Número de crisis bancarias desde su independencia o desde 1945*
África		
Angola	1	1
Argelia	1	1
Costa de Marfil	1	1
Egipto	3	2
Kenia	2	2
Marruecos	1	1
Nigeria	1	1
República Centroafricana	2	2
República de Mauricio	1	1
Sudáfrica[a]	6	2
Túnez	1	1
Zambia	1	1
Zimbabwe	1	1
Asia		
China	10	1
Corea	3	3
Filipinas	2	2
India[a]	6	1
Indonesia	3	3
Japón	8	2
Malasia	2	2
Myanmar	1	1
Singapur	1	1
Sri Lanka	1	1
Tailandia	2	2
Taiwán	5	3

[a] En el caso de Sudáfrica el cálculo se hizo para el periodo 1850-2008; en el caso de la India para el periodo 1800-2008.

FUENTES: Las estimaciones de los autores; Kaminsky y Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); Caprio *et al.* (2005), y Jácome (2008). Véase asimismo el apéndice A.2.

En primer lugar, *la imagen que se desprende para las economías avanzadas a lo largo del periodo 1800-2008 es una imagen de sucesivas crisis bancarias*. Los centros financieros del mundo—el Reino Unido, los Estados Unidos y Francia—despuntan en este renglón, respectivamente, con 12, 13 y 15 episodios de crisis bancarias desde 1800. Después de la segunda Guerra Mundial, la frecuencia se redujo abruptamente tanto en las economías avanzadas como en los grandes mercados emergentes. Sin embargo, todos estos países, con excepción de Portugal, vivieron al menos una crisis después de la guerra y antes del episodio más reciente. Una vez que la última oleada de crisis quede plenamente integrada al cálculo, es posible que la supuesta disminución sea menos pronunciada. Por lo tanto, *aunque muchas de las actuales economías avanzadas han logrado graduarse de una historia de impago serial de deuda soberana o de inflaciones altas muy severas (arriba de 20%), a la fecha ha resultado mucho más complejo lograr graduarse de las crisis bancarias*. Como veremos más adelante, lo mismo vale para las crisis monetarias. De hecho, los cuadros X.1-X.4 muestran que a pesar de las enormes diferencias en el desempeño de impago soberano en los últimos tiempos, la incidencia de crisis bancarias en las economías avanzadas es casi la misma que en los mercados emergentes. Debe observarse además que la frecuencia de las crisis bancarias se ha incrementado con el desarrollo de mercados financieros en las economías más pequeñas y pobres.[12]

CUADRO X.4. *Frecuencia de crisis bancarias: Europa, Latinoamérica, Norteamérica y Oceanía hasta 2008*

País	*Número de crisis bancarias desde su independencia o desde 1800*	*Número de crisis bancarias desde su independencia o desde 1945*
Europa		
Alemania	8	2
Austria	3	1
Bélgica	10	1
Dinamarca	10	1
España	8	2
Finlandia	5	1
Francia	15	1
Grecia	2	1
Holanda	4	1
Hungría	2	2
Italia	11	1
Noruega	6	1
Polonia	1	1
Portugal	5	0
Reino Unido	12	4
Rumania	1	1
Rusia	2	2
Suecia	5	1
Turquía	2	2

Latinoamérica		
Argentina	9	4
Bolivia	3	3
Brasil	11	3
Chile	7	2
Colombia	2	2
Costa Rica	2	2
Ecuador	2	2
El Salvador	2	2
Guatemala	3	2
Honduras	1	1
México	7	2
Nicaragua	1	1
Panamá	1	1
Paraguay	2	1
Perú	3	1
República Dominicana	2	2
Uruguay	5	2
Venezuela	2	2
Norteamérica		
Canadá	8	1
Estados Unidos	13	2
Oceanía		
Australia	3	2
Nueva Zelanda	1	1

NOTA: En el caso de los países que obtuvieron su independencia antes de 1800 el cálculo va de 1800 a 2008.

FUENTES: Las estimaciones de los autores; Kaminsky y Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); Caprio *et al.* (2005), y Jácome (2008).

Los cuadros X.5 y X.6 resumen, para cada región, la información sobre el número de crisis bancarias y su duración en años. El cuadro X.5 comienza en 1800 y comprende únicamente crisis acontecidas después de ese año o de la fecha de independencia de cada país, lo cual explica por qué los mercados emergentes presentan totales acumulativos más bajos. El cuadro X.6 presenta la información para el periodo contado a partir de 1945.

Independientemente de si los cálculos se hicieron a partir de 1800 (El cuadro X.5) o de 1945 (cuadro X.6), en promedio no hay diferencias significativas, sea en la duración o en el número de crisis bancarias, entre economías avanzadas y emergentes. En realidad, las crisis bancarias asuelan por igual a ambos grupos. De hecho, antes de la segunda Guerra Mundial y a pesar de contar con sistemas financieros más desarrollados, las economías avanzadas fueron más propensas a crisis bancarias si se les compara con muchos de los países de ingresos medios y bajos.[13] Por supuesto, es posible argüir que los países pequeños usaron acreedores extranjeros como sus banqueros, y, por lo tanto, de haber contado con sectores financieros más desarrollados, muy probablemente sus sucesivos impagos de deuda externa habrían sido crisis bancarias internas.

CUADRO X.5. *Resumen de la duración y frecuencia de las crisis bancarias de 1800 (o del año de independencia) a 2008*

Región o grupo	*Porcentaje de años en medio de una crisis bancaria desde su independencia o desde 1800*	*Número de crisis bancarias*
África	12.5	1.7
Asia	11.2	3.6
Europa	6.3	5.9
Latinoamérica	4.4	3.6
Argentina, Brasil y México	9.2	9.0
Norteamérica	11.2	10.5
Oceanía	4.8	2.0
Economías avanzadas	7.2	7.2
Economías emergentes	8.3	2.8

NOTA: Las economías avanzadas comprenden a Japón, Norteamérica, Oceanía y todos los países de Europa no mencionados a continuación como parte de la Europa emergente. Las economías emergentes comprenden a África, todos los países asiáticos, con excepción de Japón, Latinoamérica y los mercados emergentes de Europa (Hungría, Polonia, Rumania, Rusia y Turquía).

FUENTES: Cuadros X.1, X.2, X.3 y X.4.

CUADRO X.6. *Resumen de la duración y frecuencia de las crisis bancarias de 1945 (o del año de independencia) a 2008*

Región o grupo	*Número de años en medio de una crisis bancaria desde su independencia o desde 1945*	*Número de crisis bancarias*
África	12.3	1.3
Asia	12.4	1.8
Europa	7.1	1.4
Latinoamérica	9.7	2.0
Argentina, Brasil y México	13.5	3.0
Norteamérica	8.6	1.5
Oceanía	7.0	1.5
Economías avanzadas	7.0	1.4
Economías emergentes	10.8	1.7

NOTA: Las economías avanzadas comprenden a Japón, Norteamérica, Oceanía y todos los países de Europa no mencionados a continuación como parte de la Europa emergente. Las economías emergentes comprenden a África, todos los países asiáticos, con excepción de Japón, Latinoamérica y los mercados emergentes de Europa (Hungría, Polonia, Rumania, Rusia y Turquía).

FUENTES: Cuadros X.1, X.2, X.3 y X.4.

CRISIS BANCARIAS, MOVILIDAD DE CAPITALES Y LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

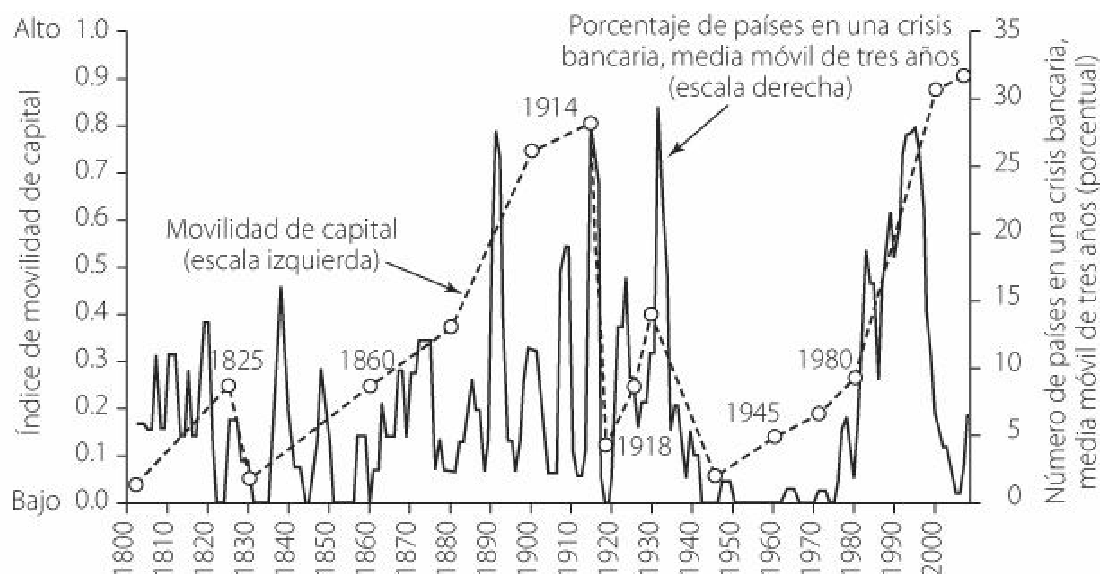
También acorde con la teoría moderna sobre crisis es la asombrosa correlación entre una

mayor libre movilidad de capitales y la incidencia de crisis bancarias, como se muestra en la gráfica X.1. Si bien ésta contiene información estadística muy agregada, un desglose por región o país confirma su mensaje: *periodos de alta movilidad de capital internacional han producido una y otra vez crisis bancarias mundiales, no sólo en los sonados casos de los años noventa, sino históricamente*. En la escala de la derecha, la gráfica presenta una media móvil de tres años correspondiente a todos los países que pasan por una crisis bancaria. En la escala de la izquierda hemos graficado el índice de movilidad del capital internacional, cubriendo el periodo completo de nuestra muestra con base en el mismo principio estilístico de Obstfeld y Taylor, el cual hemos actualizado y proyectado hacia atrás en el tiempo.[14] Si bien el índice Obstfeld-Taylor puede tener sus limitantes, nos parece sin embargo que proporciona un informe muy conciso de fuerzas complejas al subrayar la movilidad *de facto* del capital con base en flujos reales.

Para el periodo posterior a 1970, Kaminsky y Reinhart han presentado testimonios formales del vínculo entre crisis y liberalización financiera.[15] En 18 de las 26 crisis bancarias que ellos estudian se había producido una apertura del sector financiero dentro de los cinco años previos a la crisis, casi siempre antes. En las décadas de 1980 y 1990, la mayoría de los episodios de liberalización estuvieron asociados con crisis financieras de variada intensidad. En sólo un puñado de países (por ejemplo, Canadá) la liberalización del sector financiero realmente marchó sin contratiempos. En particular, Kaminsky y Reinhart demuestran que la probabilidad de una crisis bancaria sujeta a una liberalización financiera es mayor que la probabilidad incondicional de una crisis. Usando una muestra de 53 países para el periodo 1980-1995, Demirgüç-Kunt y Detragiache muestran asimismo, en el contexto de un modelo logit multivariado, que la apertura financiera tiene un efecto negativo propio sobre la estabilidad del sector bancario y que este resultado es constante a través de numerosos aspectos.[16]

La evidencia estilizada que presentan Caprio y Klingebiel sugiere que tanto una regulación inadecuada como una supervisión deficiente al momento de la liberalización pueden ser claves al tratar de explicar el estrecho vínculo que existe entre desregulación financiera y crisis bancarias.[17] De nuevo, es éste un asunto que compete por igual a países desarrollados y mercados emergentes. En la primera década de este siglo, los Estados Unidos, a pesar de su desmedida arrogancia muy *à la* "esta vez es distinto", no fueron la excepción: después de todo, la innovación financiera es una variante del proceso de liberalización.

GRÁFICA X.1. *Movilidad de capitales e incidencia de crisis bancarias: todos los países (1800-2008)*



NOTA: La muestra comprende todos los países (aun aquellos no considerados en nuestra muestra básica de 66 países). La lista completa de las fechas de las crisis bancarias aparece en los apéndices A.3 y A.4. Esta gráfica pone de manifiesto que la recuperación del mercado bursátil es mucho más rápida que la del sector inmobiliario. En la escala de la izquierda hemos actualizado el índice de movilidad de capitales de Obstfeld y Taylor (2004), nuestro favorito, que, si bien ciertamente arbitrario, tiene la virtud de resumir fuerzas complejas. La línea punteada muestra el índice dado por Obstfeld y Taylor, aquí proyectado hacia atrás en el tiempo, de 1800 a 1859, usando su mismo principio estilístico.

FUENTES: Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Obstfeld y Taylor (2004), Caprio *et al.* (2005) y las estimaciones de los autores.

BONANZAS EN EL FLUJO DE CAPITAL, CICLOS CREDITICIOS Y PRECIO DE LOS ACTIVOS

En esta sección examinamos algunos de los rasgos distintivos de las crisis bancarias a través de países, regiones y épocas. El eje son las regularidades que existen entre los ciclos del flujo internacional de capital, crediticios y del precio de los activos.

Bonanzas en el flujo de capital y crisis bancarias

La antesala de una crisis bancaria suele caracterizarse por un incremento sostenido en los flujos de capital, lo que Reinhart y Reinhart llaman una “bonanza en el flujo de capital”. Estos autores han establecido criterios para definir tales bonanzas (a grandes rasgos, un ingreso varios puntos porcentuales del PIB en términos plurianuales); han catalogado (por país) los episodios de bonanza durante 1960-2006, y han estudiado la relación entre épocas de bonanza y crisis bancarias.[18] Su definición y datación de las crisis corresponde a las indicadas en el apéndice A.3.[19]

A partir de la datación tanto de las crisis bancarias como de las bonanzas en el flujo de capital, es posible calcular dos probabilidades para cada país: la probabilidad incondicional de una crisis bancaria y la probabilidad de una crisis bancaria en un espacio

de tres años antes y tres después de uno o más años de bonanza, es decir, la probabilidad condicional de una crisis. Si una bonanza en el flujo de capital hace más propensos a los países a una crisis, la probabilidad condicional de una crisis, *P*(bonanza/crisis), debe ser mayor que la probabilidad incondicional, *P*(crisis).

El cuadro X.7 reproduce un subconjunto de los resultados de Reinhart y Reinhart que tienen relevancia para las crisis bancarias.[20] Éste presenta los agregados de ambas probabilidades, condicional e incondicional, para cada país de acuerdo con tres categorías (todos los países, países de ingresos altos y países de ingresos medios y bajos). *La probabilidad de una crisis bancaria condicionada a una bonanza en el flujo de capital es mayor que la probabilidad incondicional*. El último segmento del cuadro presenta el número de países para los que *P*(bonanza/crisis) = *P*(crisis), como indicador adicional de cuán común es observar en los países bonanzas asociadas con una atmósfera más propensa a crisis. La mayoría de los países (61%) son más propensos a sufrir una crisis bancaria durante periodos de bonanza, y el porcentaje sería más grande si se incluyera en el cuadro información posterior a 2007. (Varios de los países que sufrieron profundas crisis bancarias a finales de la década pasada también incurrieron de manera sostenida en grandes déficits en cuenta corriente en la antesala de la crisis. Entre éstos se encuentran un buen número de países desarrollados, por ejemplo Islandia, Irlanda, España, el Reino Unido y los Estados Unidos.)

CUADRO X.7. *El efecto de una bonanza en el flujo de capital sobre la probabilidad de una crisis bancaria: muestra de 66 países (1960-2007)*

Indicador	*Porcentaje de países*
Probabilidad de una crisis bancaria	
Condicionada por una bonanza en el flujo de capital (espacio de tres años)	18.4
Incondicional	13.2
Diferencia	5.2*
Países para los que la probabilidad condicional es mayor que la probabilidad incondicional	60.9

NOTA: El intervalo de tiempo comprende los tres años anteriores a la bonanza (véase Reinhart y Reinhart 2009, tabla 2), el año (o años si son consecutivos) de la bonanza y los tres años posteriores al episodio.

*La diferencia es estadísticamente significativa a un nivel de confianza de uno por ciento.

FUENTE: Reinhart y Reinhart (2009, tablas 2 y 4) y las estimaciones de los autores.

Estos hallazgos en torno a las bonanzas en el flujo de capital coinciden asimismo con otras regularidades empíricas asociadas con los ciclos crediticios. En un estudio sobre los ciclos crediticios en las economías avanzadas y emergentes, desde una perspectiva muy distinta a la apenas expuesta, Mendoza y Terrones muestran que en los mercados emergentes los *booms* crediticios suelen venir precedidos de oleadas de flujo de capital. Concluyen además que, si bien no todos los *booms* crediticios terminan en crisis financieras, la mayoría de las crisis en los mercados emergentes estuvieron precedidas

por *booms* crediticios. Finalmente, vinculan tales *booms* con aumentos en el precio de los activos, asunto que examinamos a continuación.[21]

Crisis bancarias y ciclos en el precio de las acciones y la vivienda

En esta sección resumimos la literatura sobre la relación entre burbujas en el precio de los activos y crisis bancarias, ampliándola a fin de incorporar datos recientes en torno al precio de la vivienda en los mercados emergentes, así como información sobre las crisis que hoy tienen lugar en varias economías avanzadas.

La hoy tristemente célebre burbuja del sector inmobiliario estadunidense, cuya deflación comenzó a finales de 2005, ocupa el centro del escenario como culpable de la más reciente crisis financiera mundial. Sin embargo, la segunda Gran Contracción está lejos de ser el único caso en este respecto. En una obra anterior documentamos la trayectoria en los precios reales de la vivienda alrededor de todas las crisis bancarias después de la segunda Guerra Mundial en las economías avanzadas, en particular alrededor de las "cinco grandes" crisis (España, 1977; Noruega, 1987; Finlandia y Suecia, 1991, y Japón, 1992).[22] El patrón resultante es claro: a un *boom* en los precios reales de la vivienda en la antesala de una crisis sigue un marcado declive tanto en el año de la crisis como en años subsecuentes. El estudio de Bordo y Jeanne, también centrado en las economías avanzadas durante 1970-2001, revela que las crisis bancarias tienden a producirse ya sea en el clímax de un *boom* en el precio real de la vivienda o justo después del descalabro.[23] Gerdrup presentó un convincente recuento del vínculo que existe entre las tres crisis bancarias de Noruega, a partir de la década de 1890 y hasta 1993, y el ciclo de expansión-contracción en el precio de la vivienda.[24]

El cuadro X.8 ilustra la magnitud y duración de los declives en el precio de la vivienda que históricamente han acompañado a las grandes crisis bancarias tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Si bien en una obra anterior y en muchos otros ensayos (en su mayoría casos de estudio) hemos examinado el nexo entre las crisis bancarias de los países desarrollados y el ciclo del precio de la vivienda, ésta es la primera vez que se ofrece evidencia sistemática en torno a la conducta del precio de la vivienda en los mercados emergentes en algunas crisis bancarias importantes. Los episodios comprenden las "seis grandes" crisis asiáticas de 1997-1998 (Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Tailandia y el muy vapuleado Hong Kong).

Entre otros episodios, también en los mercados emergentes, se encuentran la megacrisis argentina de 2001-2002 y la crisis colombiana de 1998, que produjeron la peor recesión desde que comenzaron a tabularse las cuentas nacionales sobre ingresos a principios de la década de 1920. En cuanto a la coyuntura actual hemos incluido la crisis de Hungría, así como las economías avanzadas que en fechas recientes han experimentado burbujas en el mercado inmobiliario (Islandia, Irlanda, España, el Reino Unido y los Estados Unidos).[25]

CUADRO X.8. *Ciclos del precio real de la vivienda y crisis bancarias*

País	Año de la crisis	Clímax	Sima	Duración de la fase de contracción	Magnitud de la caída (porcentual)
Economías avanzadas: las cinco grandes crisis					
España	1977	1978	1982	4 años	–33.3
Finlandia	1991	1989: segundo trimestre	1995: cuarto trimestre	6 años	–50.4
Japón	1992	1991: primer trimestre	en curso	en curso	–40.2
Noruega	1987	1987: segundo trimestre	1993: primer trimestre	5 años	–41.5
Suecia	1991	1990: segundo trimestre	1994: cuarto trimestre	4 años	–31.7
Economías asiáticas: las seis grandes crisis					
Corea del Sur[a]	1997		2001: segundo trimestre	4 años	–20.4
Filipinas	1997	1997: primer trimestre	2004: tercer trimestre	7 años	–53.0
Hong Kong	1997	1997: segundo trimestre	2003: segundo trimestre	6 años	–58.9
Indonesia	1997	1994: primer trimestre	1999: primer trimestre	5 años	–49.9
Malasia	1997	1996	1999	3 años	–19.0
Tailandia	1997	1995: tercer trimestre	1999: cuarto trimestre	4 años	–19.9
Otras economías emergentes					
Argentina	2001	1999	2003	4 años	–25.5
Colombia	1998	1997: primer trimestre	2003: segundo trimestre	6 años	–51.2
Episodios históricos					
Estados Unidos	1929	1925	1932	7 años	–12.6
Noruega	1898	1899	1905	6 años	–25.5
Casos actuales					
España	2007	2007: primer trimestre	en curso	en curso	–3.1
Estados Unidos	2007	Diciembre de 2005	en curso	en curso	–16.6
Hungría	2008	2006	en curso	en curso	–11.3
Irlanda	2007	Octubre de 2006	en curso	en curso	–18.9
Islandia	2007	Noviembre de 2007	en curso	en curso	–9.2
Reino Unido	2007	Octubre de 2007	en curso	en curso	–12.1

[a] La serie de datos es demasiado breve para indicar un clímax.
FUENTES: Banco de Pagos Internacionales y las fuentes para cada país referidas en los apéndices A.1 y A.2.

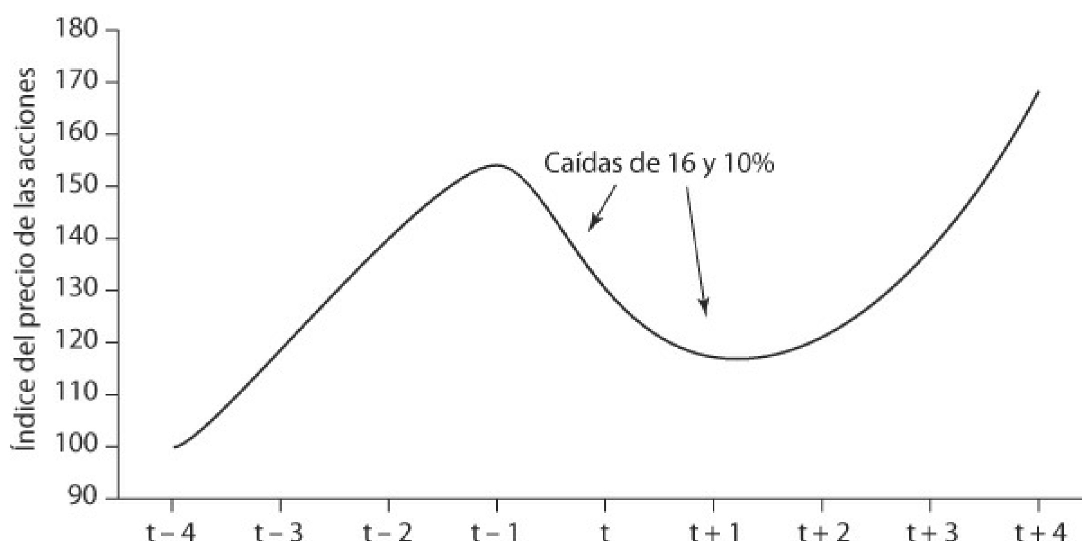
Dos aspectos cobran relevancia a partir de las estadísticas sumarias presentadas en el cuadro X.8. El primero es la persistencia del ciclo del precio real de la vivienda tanto en las economías avanzadas como en los mercados emergentes, con una duración característica de cuatro a seis años.[26] El segundo aspecto que llama la atención es que *la magnitud de la caída en el precio real de la vivienda alrededor de una crisis bancaria, desde su nivel más alto al más bajo, no es visiblemente distinta en las economías avanzadas y emergentes*. No deja de sorprender tal grado de semejanza en virtud de que la mayoría de las series temporales macroeconómicas exhiben una volatilidad drásticamente mayor en los mercados emergentes. El tema, por lo tanto, amerita una mayor atención.[27] Sin duda, los primeros resultados aquí vertidos, comparando las alzas y caídas en el precio de la vivienda durante periodos de crisis bancaria, parecen apoyar la tesis de que las crisis bancarias son una amenaza igualitaria.

Los prolongados descensos en el precio de la vivienda después de una crisis financiera contrastan fuertemente con la conducta del precio real de las acciones, como se ilustra en la gráfica X.2, donde el patrón de caída y recuperación sigue un perfil más bien en V. (La gráfica sólo muestra mercados emergentes, aunque, como veremos con más detalle en la quinta parte, el precio de las acciones describe un patrón similar de recuperación en los países avanzados.)

En esta gráfica se muestra la evolución del precio real de las acciones desde cuatro años antes de una crisis hasta tres después. Como la figura lo pone de manifiesto, el precio de las acciones por lo general alcanza su máximo con antelación al año de una crisis bancaria y cae durante dos o tres años a medida que ésta se acerca o, en el caso de los mercados emergentes, al año que sigue. La recuperación es completa en el sentido de que, tres años después de la crisis, los precios son en promedio más altos que durante el clímax previo a la crisis. Sin embargo, Japón nos ofrece un aleccionador contraejemplo de este patrón, pues en ese país el precio de las acciones se recuperó sólo marginalmente alcanzando un máximo mucho menor comparado con el nivel anterior a la crisis, y en años subsecuentes ha seguido deslizándose a la baja.

Puede conjeturarse que una de las razones por las que las grandes crisis bancarias tienden a prolongarse por tanto tiempo es que estos episodios involucran el persistente ciclo del sector inmobiliario, a diferencia de lo que sucede con un “derrumbe puro del mercado accionario”, por ejemplo, el Lunes Negro de octubre de 1987 o el estallido de la burbuja de las tecnologías de la información (TI) en 2001.[28]

GRÁFICA X.2. *Precio real de las acciones y crisis bancarias: 40 episodios en los mercados emergentes (1920-2007)*



NOTA: Cuatro de los 40 episodios tuvieron lugar antes de la segunda Guerra Mundial (entre 1921 y 1929). El año de la crisis se indica con *t*; *t* – 4 = 100.

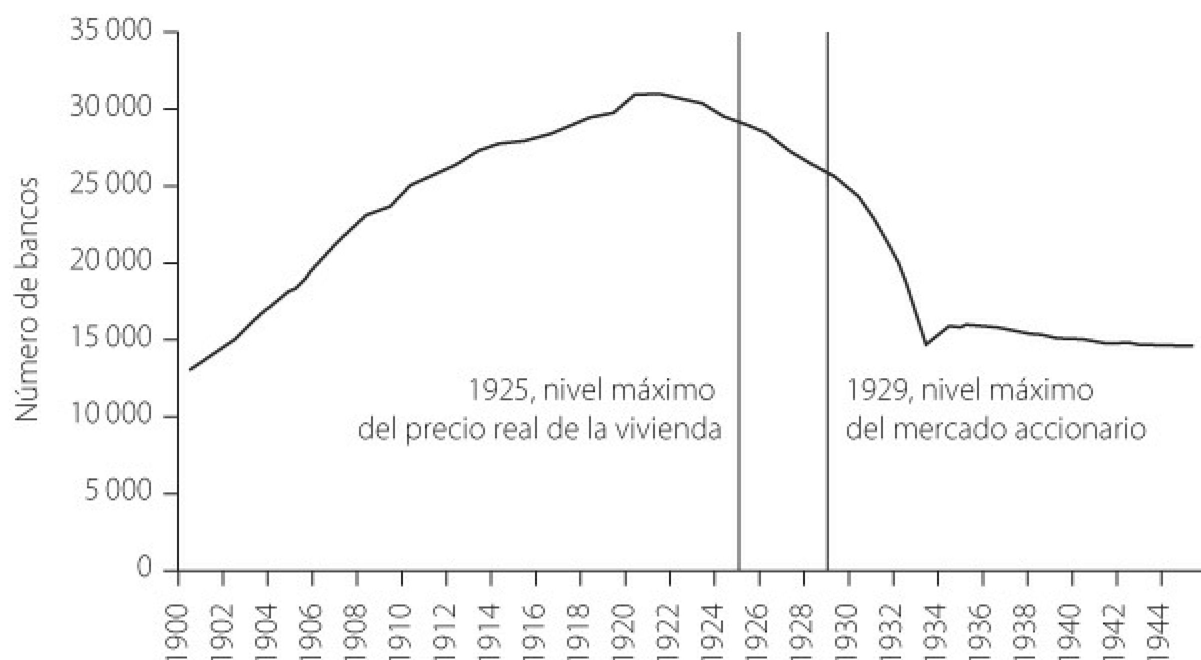
FUENTES: Global Financial Data (sin fecha) y las estimaciones de los autores.

¿BURBUJAS POR SOBRECAPACIDAD EN LA INDUSTRIA FINANCIERA?

Philippon ha analizado la expansión del sector de servicios financieros (incluyendo los seguros) en los Estados Unidos, donde promediaron 4.9% del PIB durante 1976-1985 y se elevaron a 7.5% durante 1996-2005.[29] En su ensayo, Philippon afirma que esta ganancia no era sostenible y que una caída de al menos 1% del PIB era probable. Luego de la reciente crisis hipotecaria, la contracción del sector financiero durante 2008 y 2009 acabó siendo considerablemente más grande. La explosión del sector financiero antes de una crisis bancaria y su subsecuente implosión no son eventos nuevos o exclusivos de los Estados Unidos.

La gráfica X.3 presenta el número de bancos estadunidenses que había antes y después de la Gran Depresión. Quizá la burbuja en el precio de la vivienda y las acciones se extendió asimismo al número de instituciones financieras. Este aumento en el número de instituciones financieras en la antesala de una crisis, seguido de una reducción al término de la misma, ha estado presente en otras crisis bancarias, en especial en aquellos casos donde la crisis fue precedida por una liberalización financiera.

GRÁFICA X.3. *Número de bancos en los Estados Unidos (1900-1945)*



FUENTE: Carter *et al.* (2006).

EL LEGADO FISCAL DE LAS CRISIS FINANCIERAS: UNA RECONSIDERACIÓN

Al observar las repercusiones fiscales y de crecimiento causadas por las crisis bancarias, descubrimos de nuevo asombrosos paralelos entre los países desarrollados y los mercados emergentes. En particular, nuestro análisis de los efectos fiscales supone un profundo distanciamiento respecto a la literatura anterior, centrada casi en su totalidad en los supuestos costos que le representa a los gobiernos un rescate, lo que, como mostraremos, resulta sumamente difícil determinar. En cambio, nuestro enfoque está en los costos fiscales para el gobierno central, en especial la enorme acumulación de deuda que sigue a una crisis bancaria. Logramos esto recurriendo a nuestra extensa base global de datos sobre deuda interna anual, esto es, la base de datos que subyace a esta investigación y que hemos usado desde los primeros capítulos. Esta información nos permite mostrar el considerable aumento de deuda que se produce después de una crisis.

Los costos de un rescate: un concepto escurridizo

Como se mencionó, buena parte de la literatura sobre crisis bancarias se aboca a calcular el total de los costos fiscales de un rescate (véase por ejemplo la brillante exposición de Frydl y los diversos ensayos publicados por Norges Bank).[30] Sin embargo, estas estimaciones varían de manera considerable en los diferentes estudios, dependiendo de la metodología, y varían todavía más en términos temporales, dependiendo de la extensión del horizonte que se usa para determinar el impacto fiscal de una crisis, asunto subrayado por Frydl.[31]

CUADRO X.9. *Crisis bancarias y los costos de un rescate: ¿contabilidad creativa?*

País y año inicial	*Costos aproximados de la operación de rescate como un porcentaje del PIB* *Tope superior*	*Tope inferior*	*Diferencia*
Argentina, 1981	55.3	4.2	51.3
Chile, 1981	41.2	29.0	12.2
España, 1977	16.8	5.6	11.2
Estados Unidos (crisis de ahorros y préstamos), 1984	3.2	2.4	0.8
Filipinas, 1984	13.2	3.0	10.2
Ghana, 1982	6.0	3.0	3.0
Japón, 1992	24.0	8.0	16.0
Noruega, 1987	4.0	2.0	2.0[a]
Suecia, 1991	6.4	3.6	2.8

[a] Norges Bank (2004) afirma que en última instancia el gobierno noruego obtuvo una pequeña ganancia con la resolución bancaria.

FUENTES: Frydl (1999) y las fuentes ahí citadas.

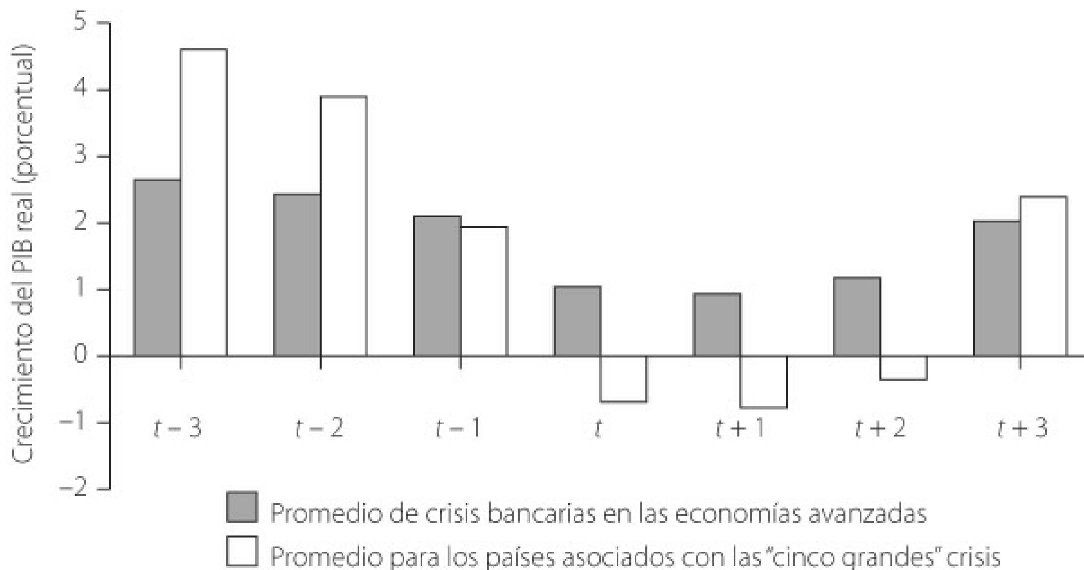
El cuadro X.9 presenta los topes superior e inferior de las estimaciones del costo de un rescate para algunas de las crisis mejor conocidas, tanto en economías avanzadas como en emergentes de casi todas las latitudes. Las discrepancias entre los diferentes cálculos no sólo son considerables, sino que en algunos casos son simplemente pasmosas. Por ejemplo, en el caso de las "cinco grandes" crisis en las economías avanzadas después de la segunda Guerra Mundial, el cálculo del costo del rescate en Japón y España difiere con 16 y 11% del PIB, respectivamente. Más aún, como lo ha observado Vale, si los costos se determinan conforme a un horizonte temporal más amplio después de la crisis, el cuadro resultante concuerda todavía menos con las estimaciones finales; en ese cuadro, por ejemplo, el gobierno noruego en realidad no ganó mucho con la resolución bancaria debido a la venta ulterior de acciones en los bancos nacionalizados.[32]

En lo que sigue defendemos la tesis de que este enfoque casi universal basado en las opacas estimaciones alrededor de los rescates financieros resulta equivocado e incompleto. Es equivocado porque no existe un procedimiento ampliamente reconocido para establecer el cálculo. Es incompleto porque las repercusiones fiscales de una crisis bancaria superan con mucho el carácter inmediato de los costos de un rescate. Esas repercusiones se deben principalmente al enorme impacto negativo que las crisis tienen sobre el ingreso público (en casi todos los casos), así como al hecho de que, en términos de política fiscal, en algunos casos se ha buscado responder a la crisis con sustantivos paquetes de estímulo fiscal.

El crecimiento económico después de una crisis

El hecho de que la mayoría de las crisis bancarias, en especial las sistémicas, estén asociadas con contracciones económicas ha sido bien identificado por la literatura empírica. En cambio, sus efectos sobre algunas variables importantes (el sector inmobiliario, la deuda pública, las finanzas fiscales, etc.) han sido poco estudiados en términos generales.[33] La gráfica X.4 muestra los resultados para las economías avanzadas en su conjunto, así como para los países asociados con las cinco "grandes crisis" (Japón, los países nórdicos y España). Por su parte, la gráfica X.5 amplía el análisis con un resumen similar para las crisis bancarias de la posguerra en los mercados emergentes. Como en otros casos, *t* indica el año de la crisis. Resulta interesante que, de acuerdo con las gráficas, los mercados emergentes hayan tenido una caída más pronunciada pero una recuperación un tanto más rápida que las economías avanzadas. Precisar el impacto a largo plazo que las crisis bancarias tienen sobre el crecimiento rebasa los propósitos de este libro (es en extremo difícil establecer el final de una crisis bancaria, y el crecimiento económico es un tema simplemente demasiado complejo como para introducirlo aquí). Como sea, este patrón poscrisis tiene gran relevancia en virtud de que las condiciones de crecimiento (de suyo importantes) no son un asunto trivial para el presupuesto, la deuda pública y los costos y repercusiones de cualquier crisis financiera.

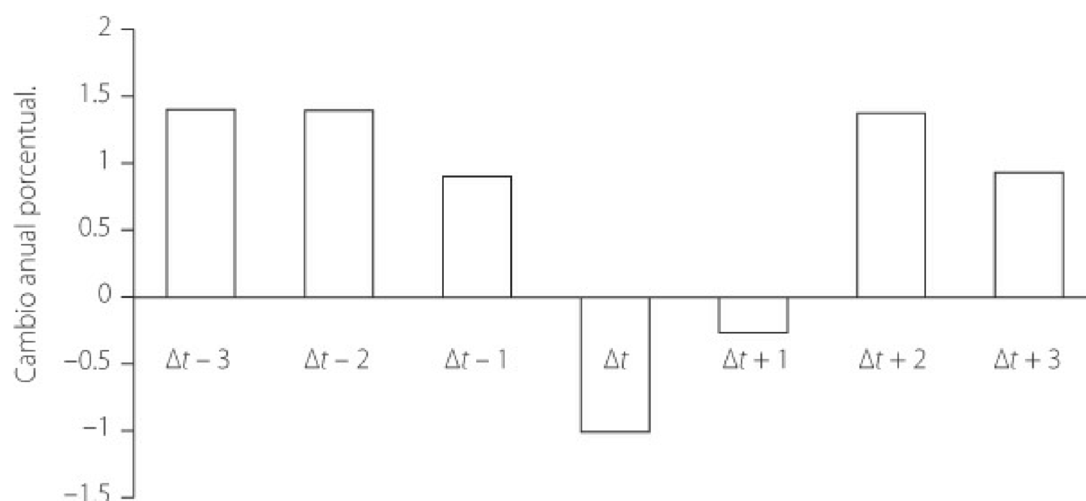
GRÁFICA X.4. *Crecimiento del PIB real per cápita (con base en la paridad del poder adquisitivo [PPA) y crisis bancarias: economías avanzadas*



NOTA: Los episodios de crisis bancaria se enlistan en el apéndice A.3. El año de la crisis se indica con *t*.

FUENTES: Maddison (2004); FMI (varios años), *World Economic Outlook;* Total Economy Database (2008), y las estimaciones de los autores.

GRÁFICA X.5. *Crecimiento del PIB real per cápita (con base en la PPA) y crisis bancarias: mercados emergentes (112 episodios)*



NOTA: Los episodios de crisis bancaria se enlistan en los apéndices A.3 y A.4. El año de la crisis se indica con *t*.

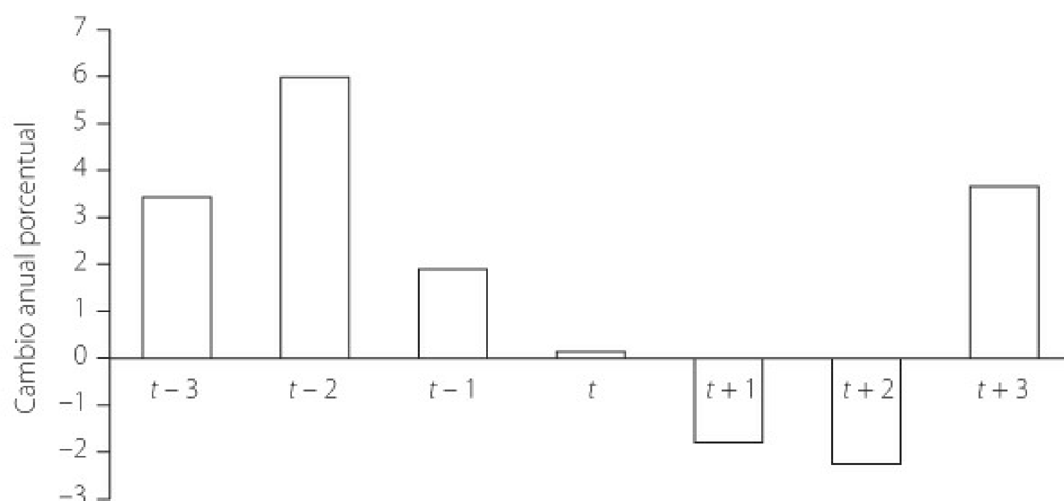
FUENTES: Maddison (2004); FMI (varios años), *World Economic Outlook;* Total Economy Database (2008), y las estimaciones de los autores.

Más allá de los costos de un rescate: el impacto de las crisis en los ingresos y la deuda

Desde la segunda Guerra Mundial, la respuesta más común a una crisis bancaria sistémica (tanto en las economías avanzadas como en los mercados emergentes) ha sido diseñar (con distintos grados de éxito) un rescate del sector bancario, ya sea a través de una compra de activos malos, fusiones entre bancos que se fueron a la quiebra e instituciones relativamente sólidas, absorciones directas por el gobierno, o alguna combinación de estas opciones. En muchos casos estas acciones han tenido un gran impacto fiscal, sobre todo en las primeras fases de la crisis. Sin embargo, como lo hemos subrayado en varias ocasiones, las crisis bancarias son de larga duración, con repercusiones prolongadas para los mercados de activos, en particular el precio de la vivienda y la economía real. No es una sorpresa, entonces, que las crisis tengan un profundo efecto negativo sobre el ingreso público.

Como se mencionó, numerosos estudios han delineado el impacto negativo de las crisis bancarias sobre la actividad económica. Lo que esos estudios no han explorado son las consecuencias directas de la recesión en las finanzas públicas, específicamente en los ingresos fiscales. La gráfica X.6 presenta el patrón promedio del crecimiento anual del ingreso real tres años antes de una crisis, durante ésta y tres años después. La muestra cubre un total de 86 crisis bancarias entre 1800 y 1944, periodo para el que disponemos de información completa sobre ingresos.[34]

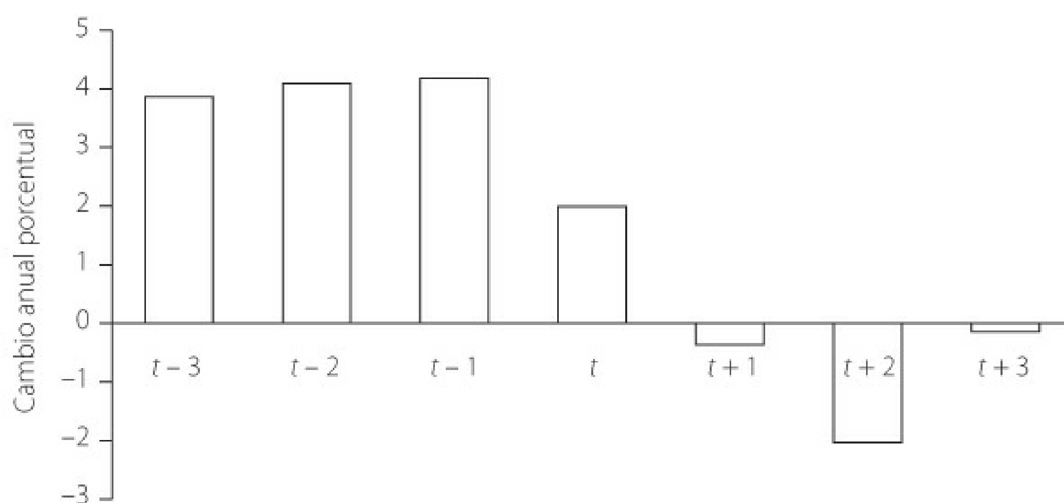
GRÁFICA X.6. *Crecimiento del ingreso real del gobierno central y crisis bancarias: todos los países (1800-1944)*



NOTA: La gráfica muestra que el efecto negativo de una crisis sobre el ingreso no es nuevo. Los ingresos del gobierno central están deflactados por los precios al consumidor. Fueron 86 en total los episodios de crisis bancaria durante 1800-1940, periodo para el que disponemos de información completa sobre ingresos. El año de la crisis se indica con *t*.

FUENTES: La información sobre ingreso público se tomó de Mitchell (2003a, 2003b). Para las numerosas fuentes sobre los precios en cada país, véase Reinhart y Rogoff (2008a).

GRÁFICA X.7. *Crecimiento del ingreso real del gobierno central y crisis bancarias: todos los países (1945-2007)*



NOTA: La gráfica muestra que los costos de un rescate sólo explican parcialmente por qué la deuda pública se eleva después de una crisis. Los ingresos del gobierno central están deflactados por los precios al consumidor. Fueron 138 en total los episodios de crisis bancaria durante 1945-2007, periodo para el que disponemos de información completa sobre ingresos. El año de la crisis se indica con *t*.

FUENTES: La información sobre ingreso público se tomó de Mitchell (2003a, 2003b). Para las numerosas fuentes sobre los precios en cada país, véase Reinhart y Rogoff (2008a).

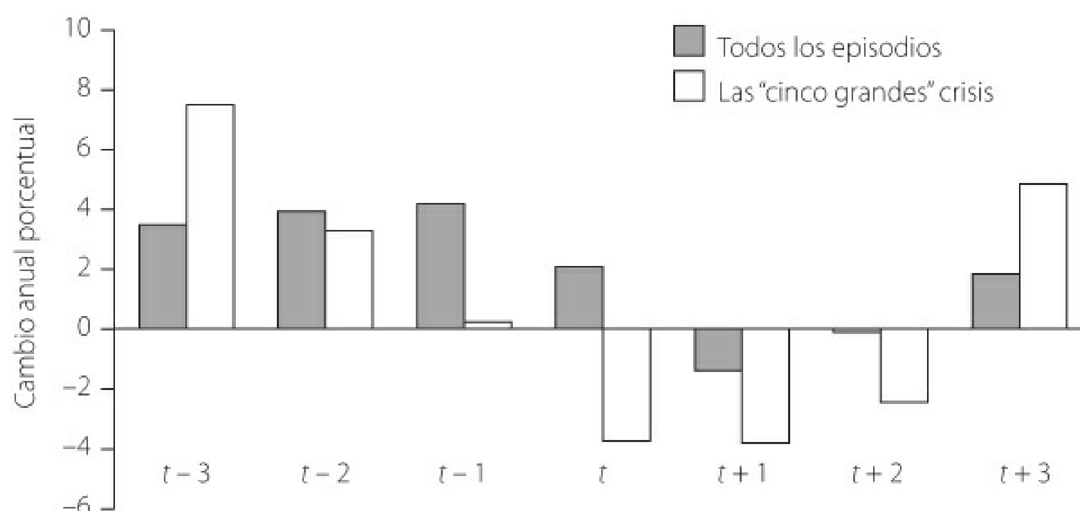
La gráfica X.7 presenta el mismo procedimiento para las 138 crisis bancarias que en total se han producido desde la segunda Guerra Mundial. El patrón para las muestras

antes y después de la guerra, aunque no idéntico, tiene un asombroso parecido. El crecimiento anual del ingreso fue robusto en los años anteriores a la crisis, se debilitó de manera significativa en el año de la crisis y luego registró caídas en los años inmediatamente posteriores a la misma. En el caso de los episodios anteriores a la guerra, la caída de los ingresos se prolongó dos años en promedio, mientras que el desplome en las crisis de la posguerra se extendió hasta el tercer año.

Caídas en el ingreso público: paralelos entre los mercados emergentes y las economías desarrolladas

Una vez más son notables los paralelos que existen en las pérdidas en el ingreso público de países desarrollados y mercados emergentes. La gráfica X.8 muestra las caídas en el ingreso asociadas con una crisis bancaria para los países avanzados de la muestra entera, con las "cinco grandes" crisis de la posguerra referidas por separado. En términos generales, el crecimiento en el ingreso se inicia de nuevo (aunque desde una base más baja) a partir del tercer año después de una crisis. Las economías avanzadas exhiben una inclinación más marcada a recurrir a medidas de apoyo que incentiven la actividad económica. Al respecto, el caso más espectacular es el agresivo gasto en infraestructura que Japón realizó durante la década de 1990. Los mercados emergentes, más intolerantes a la deuda y más dependientes de los caprichos de los mercados internacionales de capital en cuanto a financiamiento, están mucho menos preparados para echar a andar políticas fiscales correctivas. Sin embargo, a grandes rasgos el efecto de una crisis sobre la trayectoria fiscal es similar en ambos tipos de países. La gráfica X.9 muestra las caídas en el ingreso asociadas con una crisis bancaria para los mercados emergentes de la muestra entera. El desplome promedio en el ingreso es de hecho muy similar al de las "cinco grandes" crisis, si bien la recuperación es más rápida—en consonancia con una recuperación también más rápida en el crecimiento, como se señaló en la sección anterior —.

GRÁFICA X.8. *Crecimiento del ingreso real del gobierno central y crisis bancarias: economías avanzadas (1815-2007)*



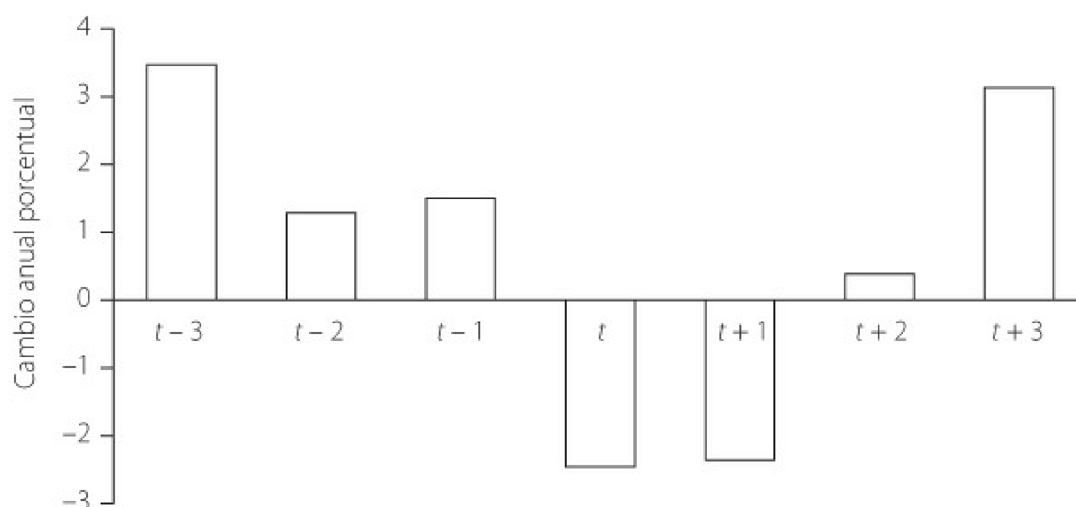
NOTA: Los ingresos del gobierno central están deflactados por los precios al consumidor. El año de la crisis se indica con *t*.

FUENTES: La información sobre ingreso público se tomó de Mitchell (2003a, 2003b). Para las numerosas fuentes sobre los precios en cada país, véase Reinhart y Rogoff (2008a).

Acumulación de deuda pública después de una crisis bancaria

Para establecer un cálculo aproximado del impacto que una crisis tiene sobre las finanzas públicas, usamos los datos históricos sobre deuda del gobierno central compilados en el apéndice A.2. Cabe notar que esta información nos ofrece tan sólo una imagen parcial, pues la crisis afecta al país entero, incluyendo los estados y municipios (no únicamente al gobierno central). Asimismo es común que durante estos episodios aumente de manera considerable la deuda con garantía pública, tendencia que las estadísticas sobre el gobierno central no reflejan.

Gráfica X.9. *Crecimiento del ingreso real del gobierno central y crisis bancarias: mercados emergentes (1873-2007)*



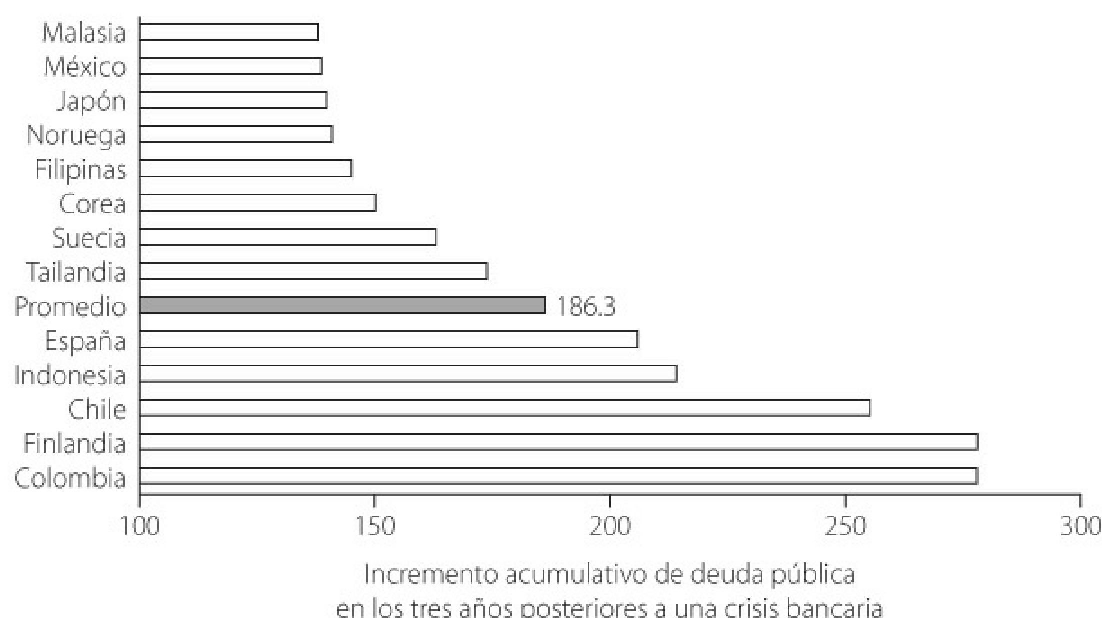
NOTA: La figura muestra que el efecto negativo sobre el ingreso empeora la deuda. Los ingresos del gobierno central están deflactados por los precios al consumidor. El año de la crisis se indica con *t*.

FUENTES: La información sobre ingreso público se tomó de Mitchell (2003a, 2003b). Para las numerosas fuentes sobre los precios en cada país, véase el Apéndice A.1.

Teniendo en cuenta estas salvedades, la gráfica X.10 presenta un resumen de la evolución de la deuda después de algunas de las principales crisis de la posguerra, tanto en los mercados avanzados como en los emergentes.

No es una sorpresa que, tomados en su conjunto, el rescate del sector bancario, la reducción en los ingresos y los paquetes de estímulo fiscal que han acompañado a algunas de estas crisis apunten a la existencia de considerables déficits fiscales que agravan el endeudamiento del gobierno. Lo que tal vez sí sorprende es cuán pavoroso es el incremento de la deuda. *Si se indexa su importe de modo que equivalga a 100 al momento de la crisis* (t), *la deuda real se eleva a 186 en promedio tres años después de la crisis. En otras palabras, el monto real de la deuda casi se duplica.*[35] Tal aumento del endeudamiento público se presenta por igual en las economías emergentes y avanzadas, y en ambos casos es sumamente elevado. Bien podría decirse que el verdadero legado de las crisis bancarias es un mayor endeudamiento público—de verdad muy por encima de los costos directos nominales de los grandes paquetes de rescate—.[36] (Desde luego, como antes se señaló, el aumento de la deuda pública depende de un amplio espectro de factores económicos y políticos, entre ellos la efectividad de la estrategia de respuesta y la fuerza de la primera sacudida económica que desató la crisis. Como sea, no deja de ser sorprendente la universalidad de este cuantioso aumento en la deuda.)

GRÁFICA X.10. *La evolución de la deuda pública real después de las crisis más importantes de la posguerra: economías avanzadas y emergentes*



NOTA: El monto de la deuda ha sido indexado de modo que equivalga a 100 en el año de la crisis (únicamente deuda del gobierno central).
FUENTE: Reinhart y Rogoff (2008c).

VIVIR ENTRE LOS ESCOMBROS: ALGUNAS CONSIDERACIONES

Un país puede llegar a "graduarse" del impago serial de deuda soberana y de la recurrente alta inflación (o al menos obtener una remisión por periodos sumamente largos), como parecen indicar los casos de Austria, Francia, España y otras naciones. Por el contrario, la historia nos dice que graduarse de las recurrentes crisis financieras y bancarias es un asunto mucho más complejo, y que para convencerse de ello no era necesaria la crisis financiera de 2007. De los 66 países de nuestra muestra, sólo Austria, Bélgica, Portugal y Holanda lograron escapar de las crisis bancarias entre 1945 y 2007. En 2008, sin embargo, incluso tres de estos cuatro países se sumaron a los muchos otros que recurrieron a masivos rescates.

De hecho, la oleada de crisis financieras que se desató a partir de la crisis hipotecaria estadunidense en 2007 vino a evaporar cualquier noción apriorística entre académicos, participantes del mercado y hacedores de políticas, en el sentido de que las crisis financieras agudas eran una cosa del pasado o asunto exclusivo de los "volátiles" mercados emergentes. El síndrome de "esta vez es distinto" no ha perdido su buena salud en los Estados Unidos, donde primero tomó la forma de una extendida creencia en que el súbito aumento en la productividad asociado con el sector informático justificaba una relación precio-ganancia en el mercado bursátil que excedía cualquier norma histórica.[37] Este espejismo acabó en el estallido de la burbuja informática en 2001. Sin embargo, pronto surgieron nuevos excesos, metamorfoseados en una criatura diferente

en un mercado distinto. La titularización de las hipotecas de alto riesgo, junto con un voraz apetito por estos instrumentos en países como Alemania y Japón y en grandes mercados emergentes como China, estimularon la percepción de que los precios de la vivienda nunca dejarían de aumentar. Aquí el espejismo fue pensar que "esta vez era distinto" porque había nuevos mercados, nuevos instrumentos y nuevos prestamistas. En particular, se pensó que la ingeniería financiera había eliminado cualquier riesgo al confeccionar niveles de apertura a la medida del apetito de los inversionistas. Al mismo tiempo, contratos derivados ofrecían un sinfín de oportunidades de cobertura. Hoy sabemos en qué acabó el más reciente espejismo popular. Regresaremos a la reciente crisis financiera, la segunda Gran Contracción, en los capítulos XIII-XVI.

En suma, cuando se trata de administrar influjos de capital y, en especial, en lo que concierne a crisis bancarias, la historia misma indica que los países ricos no son tan "especiales" como algunos de sus partidarios lo habían afirmado. El extenso y nuevo conjunto de datos en el que se basa este libro comprende información sobre los precios de la vivienda en algunos mercados emergentes claves, así como información sobre ingresos y deuda interna que cubre casi un siglo para la mayoría de los países y aún más tiempo en el caso de varios de ellos. Para nuestra sorpresa, la frecuencia y la duración de las crisis bancarias no sólo son similares en los países desarrollados y en los de ingresos medios; también lo son las medidas cuantitativas antes y después de dichas crisis. En especial, la duración de la caída en el precio real de la vivienda después de una crisis financiera casi siempre es de cuatro años o más para los dos grupos de países. Igualmente comparable es la magnitud de las crisis. Un hallazgo asombroso es el que tiene que ver con el enorme incremento de deuda que experimentan la mayoría de los países después de una crisis financiera: en promedio, la deuda del gobierno central se eleva alrededor de 86% (en términos reales) en los tres años que siguen a una crisis.

Este capítulo ha subrayado los gigantescos costos de las recesiones asociadas con crisis bancarias sistémicas. Es importante destacar, sin embargo, que de acuerdo con la teoría sobre crisis bancarias (revisada brevemente en la introducción de este capítulo), éstas son más un mecanismo de amplificación y no necesariamente un mecanismo causal exógeno. Cuando un país experimenta un *shock* económico—por ejemplo, a causa de un súbito desplome en la productividad, una guerra o un levantamiento político o social—los bancos lo resienten de inmediato. El número de impagos se eleva de manera drástica. Los bancos se vuelven vulnerables a pérdidas significativas de confianza y retiros, y se eleva el número de bancarrotas. A su vez, todo esto conduce a una reducción en la apertura de créditos. Los bancos saludables no pueden cubrir tan fácilmente la cartera de préstamos de los bancos en problemas, pues otorgar un crédito, en especial a negocios pequeños y medianos, a menudo presupone un conocimiento especializado y relaciones. Por su parte, las quiebras y la reducción en el número de préstamos hacen más honda la recesión, provocando un mayor número de impagos y bancarrotas, y así sucesivamente.

Las economías modernas dependen de complejos sistemas financieros, y tan pronto como éstos se paralizan, el crecimiento económico puede verse afectado o incluso

también paralizarse. Es por ello que un colapso general del sector bancario puede traerle tantos problemas a una economía y que los países en crisis sin la capacidad para reparar sus sistemas financieros—por ejemplo, Japón en la década de 1990—acaban dando tumbos de recesión en recesión y manteniendo un desempeño económico muy por debajo de su capacidad por años.

Aunque existe una teoría bien desarrollada que explica por qué los fracasos bancarios causan tantos problemas al magnificar las recesiones, por sí solo el testimonio empírico que hemos presentado no indica de manera contundente que los bancos sean el único problema. Como aquí se documenta, los colapsos del sector inmobiliario y en el precio de las acciones asociados con una crisis bancaria tendrían efectos negativos de consideración incluso en la ausencia de un derrumbe bancario. Como veremos en el capítulo XVI, muchos otros tipos de crisis—entre ellas las inflacionarias, las cambiarias y las de impago soberano e interno—suelen golpear al mismo tiempo que las crisis bancarias, sobre todo en el caso de las más graves. Por lo tanto, lo que en realidad hemos mostrado aquí es que las crisis bancarias graves están asociadas con recesiones profundas y prolongadas, y que se requieren ulteriores riores estudios a fin de establecer una causalidad y, más importante todavía, para determinar las políticas que deben seguirse en respuesta. De cualquier modo, el hecho de que las recesiones asociadas con una fuerte crisis bancaria sean siempre tan profundas y compartan tantas otras características tiene que servir como punto esencial de partida para todos aquellos investigadores que en el futuro busquen esclarecer estos complejos episodios.

[1] Sobre las corridas bancarias antes de la segunda Guerra Mundial véanse Gorton (1988) y Calomiris y Gorton (1991); para varios casos de estudio sobre los mercados emergentes véase Sundararajan y Baliño (1991); sobre crisis bancarias en Latinoamérica véase Jácome (2008).

[2] Entre los estudios que consideran episodios tanto en las economías avanzadas como en las emergentes se encuentran los de Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998), Kaminsky y Reinhart (1999) y Bordo *et al*. (2001).

[3] Al respecto véase, por ejemplo, Agénor *et al*. (2000).

[4] Reinhart y Rogoff (2008a, 2008c) muestran que el crecimiento productivo normalmente registra una desaceleración en la antesala de una crisis.

[5] Véase Diamond y Dybvig (1983).

[6] *Idem*.

[7] Véase Bernanke y Gertler (1990).

[8] Véase Kiyotaki y Moore (1997).

[9] Véase, por ejemplo, Bernanke y Gertler (1995).

[10] Véase Bernanke *et al*. (1999).

[11] Nos referimos aquí al impago de deuda externa. La abrogación completa de la cláusula oro y otras formas de reestructuración—de deuda interna—en los Estados Unidos y en otras economías avanzadas durante la Gran Depresión de los años treinta representan impagos soberanos de deuda interna (deuda emitida bajo jurisdicción nacional).

[12] Como se señaló, a pesar de nuestros mejores esfuerzos el cálculo de crisis financieras en los países más pobres puede estar incompleto, en especial para los periodos más antiguos.

[13] Para ser precisos, los países desarrollados vivieron 7.2 crisis en promedio, mientras que los mercados emergentes 2.8.

[14] Véase Obstfeld y Taylor (2004).

[15] Véase Kaminsky y Reinhart (1999).

[16] Véase Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998). Véase asimismo Drees y Pazarbasioglu (1998) para una iluminadora discusión sobre la experiencia nórdica con la liberalización financiera.

[17] Véase Caprio y Klingebiel (1996).

[18] Para definir una bonanza en el flujo de capital, Reinhart y Reinhart (2009) establecieron un algoritmo que aportaba un tratamiento uniforme de los distintos países, y al mismo tiempo era lo suficientemente flexible para permitir una variación significativa de su respectiva cuenta corriente. Al igual que Kaminsky y Reinhart (1999), seleccionaron un umbral para bonanzas que fuera común a todos los países (en este caso, el percentil 20 de la muestra). Este umbral comprende la mayoría de los episodios mejor conocidos en la literatura, pero no es tan incluyente como para calificar como bonanza un deterioro más “rutinario” en la cuenta corriente. Puesto que las distribuciones de frecuencia varían ampliamente de un país a otro, el umbral común produce topes bastante dispares para cada país. Por ejemplo, en el caso de la India, nación con una apertura limitada, el tope para definir una bonanza corresponde a una proporción del déficit en cuenta corriente respecto al PIB superior a 1.8%, mientras que en el caso de Malasia, nación más abierta a los mercados, el tope es una proporción del déficit respecto al PIB de 6.6 por ciento.

[19] Reinhart y Reinhart emplearon procedimientos similares para las crisis monetarias, de deuda e inflacionarias.

[20] Véase Reinhart y Reinhart (2009).

[21] Véase Mendoza y Terrones (2008). Véase asimismo la obra de Kaminsky y Reinhart (1999), quienes también examinan el crecimiento del crédito real disponible para el sector privado alrededor de crisis bancarias y monetarias.

[22] Véase Reinhart y Rogoff (2008b). Las fechas indican el inicio de la crisis.

[23] Véase Bordo y Jeanne (2002).

[24] Véase Gerdrup (2003).

[25] Es difícil establecer comparaciones históricas, pues la mayoría de las series temporales para el precio de la vivienda son de creación moderna. Como sea, hemos incluido en esta categoría dos episodios antiguos: el de los Estados Unidos durante la Gran Depresión y el de Noruega a finales del siglo XIX (1898).

[26] Véase la obra de Cerón y Suárez (2006), quienes estiman su duración promedio en seis años.

[27] Por ejemplo, Agénor *et al*. (2000) presentan pruebas de que la producción y el consumo real son mucho más volátiles en los mercados emergentes. Kaminsky, Reinhart y Végh (2003) presentan pruebas de que la amplitud del ciclo en el gasto público real es mucho mayor en los mercados emergentes.

[28] Esto coincide con el hecho de que el precio de la vivienda sea mucho más inercial que el precio de las acciones.

[29] Véase Philippon (2007).

[30] Véase Frydl (1999) y Norges Bank (2004). Véanse asimismo Sanhueza (2001), Hoggarth *et al*. (2005) y Caprio *et al*. (2005).

[31] Un problema similar recorre los esfuerzos por determinar la eficacia de la intervención en el mercado de divisas con base en la rentabilidad de la compra-venta en dicho mercado. Los resultados dependen enormemente de la amplitud del intervalo de tiempo y de toda clase de supuestos sobre el costo del financiamiento. Véase Neely (1995).

[32] Véase Vale (2004).

[33] Véanse, por ejemplo, Frydl (1999), Kaminsky y Reinhart (1999), y en especial Rajan *et al*. (2008), quienes usando microdatos examinan las repercusiones que el canal de crédito tiene para la producción después de una crisis bancaria. Cabe notar que de los casos sobre caídas en la producción estudiados por Barro y Ursúa (2008) prácticamente todos están asociados con crisis bancarias.

[34] Los ingresos (tomados de Mitchell 2003a, 2003b) están deflactados por el índice de precios al consumidor. Las numerosas fuentes de estos datos aparecen por país y periodo en el apéndice A.2.

[35] De hecho, en algunos casos importantes, por ejemplo el de Japón, la acelerada acumulación de deuda se prolonga por más de una década, de modo que el tope de tres años no refleja cabalmente las consecuencias a largo plazo.

[36] Cabe notar que la gráfica X.10 proporciona el porcentaje de cambio en la deuda en vez de la relación deuda/PIB con el fin de que las pronunciadas caídas del PIB que suelen acompañar a una crisis no distorsionen las cifras. Sin embargo, al revisar el nivel de la deuda respecto al PIB el mensaje es el mismo. Obsérvese que las estimaciones se basan en la deuda total del gobierno central.

[37] Asunto importante es de qué modo las crisis bancarias, a través de súbitos cambios en la liquidez de los mercados, pueden magnificar los efectos sobre el precio de los activos, tal como lo analiza Barro (2009).

XI. DEGRADACIÓN MONETARIA: LA FORMA FAVORITA DE IMPAGO EN EL VIEJO MUNDO

> Aunque en realidad la inflación se volvió un lugar común y un problema crónico sólo con el uso extendido del papel moneda a principios del siglo XX, cualquier estudioso de la historia del dinero metálico sabe que mucho antes los gobiernos encontraron la manera de "extraer señoreaje" de la moneda en circulación. El mecanismo principal fue la degradación del contenido metálico, ya sea mezclando metales más baratos o limando las monedas y poniendo de nuevo en circulación las versiones más pequeñas sin modificar su denominación. Las actuales imprentas de papel moneda no son sino un recurso tecnológicamente más avanzado y más eficaz para lograr el mismo fin.[1]

LA HISTORIA registra ingeniosas estrategias por las que reyes, emperadores y otros monarcas evadieron el pago de sus deudas. Winkler ofrece un recuento histórico particularmente entretenido de los inicios del impago, comenzando con Dionisio de Siracusa en la Grecia del siglo IV a.C.[2] A manera de préstamo, Dionisio había recibido dinero de sus súbditos en la forma de pagarés. Después de esto emitió un decreto que ordenaba devolver al Estado todo el dinero circulante, so pena de muerte a quien se negara a hacerlo. Luego de recolectar todas las monedas, Dionisio troqueló cada moneda de un dracma con la marca de dos dracmas y usó las ganancias para saldar sus deudas. Aunque no disponemos de información sobre la época, la teoría tradicional sobre precios asume que el nivel general de los mismos debió haberse ido por las nubes como consecuencia de la estafa de Dionisos. En efecto, la teoría monetaria clásica sugiere que, si todas las variables permanecen igual (incluyendo la producción nacional), los precios deben duplicarse con un aumento también al doble de la oferta monetaria, lo que significa un índice de inflación de 100%. En los hechos, el nivel de inflación pudo haber sido mayor, asumiendo que el caos y la incertidumbre financiera que seguramente golpeó a Siracusa trajeron consigo una reducción en la producción a medida que se duplicaba el circulante.

Ignoramos si esta innovación tuvo algún antecedente. Lo que en cambio sí sabemos es que la estrategia de Dionisio supuso varios elementos que encontramos con increíble regularidad a lo largo de la historia. En primer lugar, la inflación ha sido desde antaño el arma preferida en episodios de impago soberano de deuda interna y, si es posible, externa. En segundo lugar, los gobiernos pueden ser sumamente ingeniosos cuando de fraguar un impago se trata. En tercer lugar, los gobernantes ejercen un poder coercitivo sobre su población que les ayuda a orquestar impagos de deuda interna "sin mayores complicaciones", lo que en términos generales no es posible en el caso de deuda internacional. (Incluso en la época moderna, muchos países han impuesto fuertes castigos a quienes violaron las restricciones sobre cuentas de capital y divisas.) En cuarto lugar, los gobiernos emprenden masivas expansiones monetarias, en parte porque de ese

modo pueden obtener un impuesto por señoreaje sobre el valor real del dinero (al reducir el valor del dinero de los ciudadanos por efecto de la inflación y emitir más para cubrir la demanda). Sin embargo, los gobiernos además desean reducir, o aun eliminar, el valor real de sus deudas públicas en curso. Como se señaló en el capítulo VIII, a pesar de lo común que es el ciclo de deuda interna, en muchos episodios se le ha ignorado debido a la escasez de información.

Para los economistas, Enrique VIII de Inglaterra debería ser casi tan famoso por recortar las monedas de su reino como lo fue por cortarle la cabeza a sus reinas. A pesar de haber heredado una cuantiosa fortuna de su padre, Enrique VII, e incluso después de haber confiscado los bienes de la Iglesia, era tal su apremiante necesidad de conseguir fondos que recurrió a una degradación épica de la moneda, que esta comenzó en 1542 y se prolongó hasta el final de su reinado en 1547, y aun al de su sucesor, Eduardo VI. En términos acumulativos, la libra perdió 83% de su contenido en plata durante este periodo.[3] (El lector debe observar que por “degradación” nos referimos a una reducción en el contenido en oro o plata de las monedas, a diferencia de una inflación, la cual mide el poder adquisitivo de las mismas. En una economía floreciente, el gobierno puede degradar de manera gradual su moneda sin que ésta pierda su poder adquisitivo, pues la población demandará más monedas a medida que crece el costo de las transacciones.)

Los cuadros XI.1 y XI.2 ofrecen detalles sobre la fecha y la magnitud de las degradaciones monetarias en un amplio número de países europeos durante 1258-1799, esto es, antes del desarrollo del papel moneda, así como para el siglo XIX, el periodo de transición hacia este último.

Ambos cuadros revelan el asombroso éxito que tuvieron los monarcas al implementar una política monetaria inflacionaria recurriendo a la degradación. El Reino Unido logró una reducción de 50% en el contenido en plata de su moneda en 1551, Suecia de 41% en 1572 y Turquía de 44% en 1586. El rublo ruso sufrió una degradación de 14% en 1798 como parte de los esfuerzos del país para financiar la guerra. La tercera columna de los cuadros examina la degradación acumulativa de la moneda a través de grandes intervalos de tiempo, a menudo sumando hasta 50% o más. El cuadro XI.2 revisa las cifras en el caso de los países europeos durante el siglo XIX. Entre los valores atípicos se encuentra la degradación rusa de 57% en 1810 y la austriaca de 55% en 1812, ambas relacionadas con las presiones económicas producto de las guerras napoleónicas. En 1829 Turquía logró reducir el contenido en plata de sus monedas en 51 por ciento.

CUADROS XI.1. *Expropiación a través de una degradación monetaria: Europa en 1258-1799*

País y moneda	*Periodo cubierto*	*Caída acumulativa del contenido en plata (porcentual)*	*Degradación más grande (porcentual) y año*		*% de años en los que hubo degradación monetaria (reducción del contenido en plata)* Todas	*De 15% o más*
Alemania						
Baviera-Ausburgo, penique	1417-1499	–32.2	–21.5	1424	3.7	1.2
	1500-1799	–70.9	–26.0	1685	3.7	1.0
Fráncfort, penique	1350-1499	–14.4	–10.5	1404	2.0	0.0
	1500-1798	–12.8	–16.4	1500	2.0	0.3
Austria (Viena), *kreutzer*	1371-1499	–69.7	–11.1	1463	25.8	0.0
	1500-1799	–59.7	–12.5	1694	11.7	0.0
Bélgica, *hoet*	1349-1499	–83.8	–34.7	1498	7.3	3.3
	1500-1799	–56.3	–15.0	1561	4.3	0.0
España						
Nueva Castilla, maravedí	1501-1799	–62.5	–25.3	1642	19.8	1.3
Valencia, dinar	1351-1499	–7.7	–2.9	1408	2.0	0.0
	1500-1650	–20.4	–17.0	1501	13.2	0.7
Francia, libra de Tours	1258-1499	–74.1	–56.8	1303	6.2	0.4
	1500-1789	–78.4	–36.2	1718	14.8	1.4
Italia, lira florentina	1280-1499	–72.4	–21.0	1320	5.0	0.0
	1500-1799	–35.6	–10.0	1550	2.7	0.0
Holanda						
Grote flamenco	1366-1499	–44.4	–26.0	1488	13.4	5.2
	1500-1575	–12.3	–7.7	1526	5.3	0.0
Florín	1450-1499	–42.0	–34.7	1496	14.3	6.1
	1500-1799	–48.9	15.0	1560	4.0	0.0
Portugal, real	1750-1799	25.6	–3.7	1766	34.7	0.0
Reino Unido, penique	1260-1499	–46.8	–20.0	1464	0.8	0.8
	1500-1799	–35.5	–50.0	1551	2.3	1.3
Rusia, rublo	1761-1799	–42.3	–14.3	1798	44.7	0.0
Suecia, marco *öre*	1523-1573	–91.0	–41.4	1572	20.0	12.0
Turquía, *akche*	1527-1799	–59.3	–43.9	1586	10.5	3.1

FUENTES: Principalmente Allen y Unger (2004), así como otras fuentes citadas en el apéndice A.1.

CUADROS XI.2. *Expropiación a través de una degradación monetaria: Europa en el siglo XIX*

País	*Periodo cubierto*	*Caída acumulativa del contenido en plata (porcentual)*	*Degradación más grande (porcentual) y año*		*% de años en los que hubo degradación monetaria (reducción del contenido en plata)*	
					Todas	*De 15% o más*
Alemania	1800-1830	–2.2	–2.2	1816	3.2	0.0
Austria	1800-1860	–58.3	–55.0	1812	37.7	11.5
Portugal	1800-1855	–12.8	–18.4	1800	57.1	1.8
Rusia	1800-1899	–56.6	–41.3	1810	50.0	7.0
Reino Unido	1800-1899	–6.1	–6.1	1816	1.0	0.0
Turquía	1800-1899	–83.1	–51.2	1829	7.0	7.0

FUENTES: Principalmente Allen y Unger (2004), así como otras citadas en el apéndice A.1.

El patrón de degradación sostenida resulta evidente a partir de la gráfica XI.1, donde se muestra el contenido en plata de un promedio igualmente ponderado de las monedas europeas de la muestra anterior (más Rusia y Turquía). La gráfica XI.2 presenta lo que llamamos "la transición hacia el dinero fíat" y revela que, contrario a lo que podría pensarse, la inflación moderna no es tan diferente de la degradación. (El lector recordará que el dinero fíat es la moneda que carece de un valor intrínseco y que la población la necesita en buena medida porque el gobierno ha decretado como nula cualquier otra moneda en una transacción.)

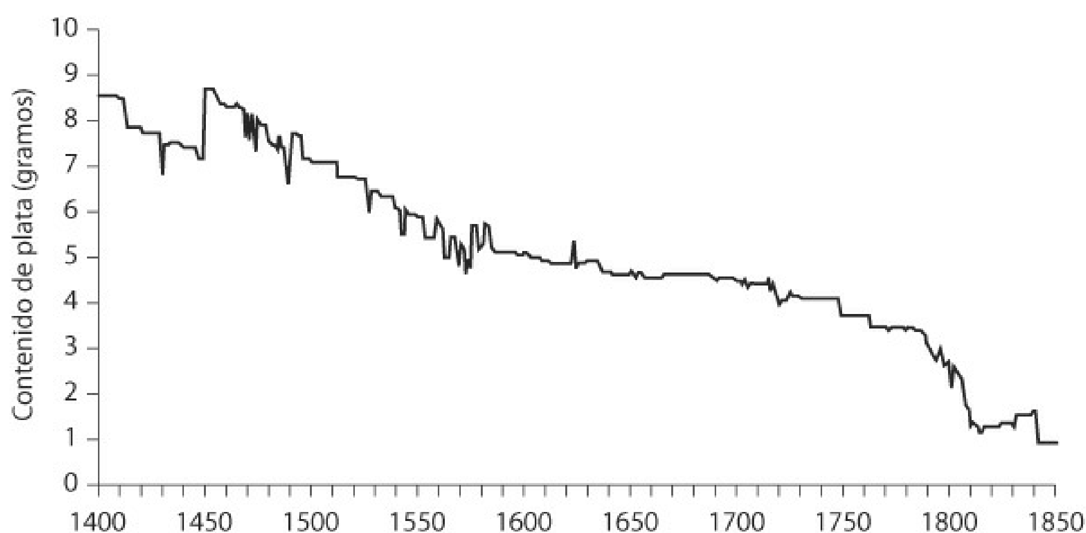
Quizá parezca un exceso prestar tanta atención aquí a la degradación monetaria cuando las crisis financieras desde hace tiempo han asumido mecanismos más complejos y extravagantes. Sin embargo, la experiencia de la degradación pone de manifiesto varios aspectos importantes. De entrada revela que la inflación y el impago no tienen nada de nuevo; sólo las herramientas han cambiado. Más significativo aún, la transición del dinero metálico

GRÁFICA XI.1. *Cambios del contenido en plata de la moneda en 1765-1815: Austria y Rusia durante las guerras napoleónicas*



FUENTES: Principalmente Allen y Unger (2004), así como otras citadas en el apéndice A.1.3.

GRÁFICA XI.2. *La transición hacia el dinero fíat, Europa en 1400-1850: el contenido promedio en plata de diez monedas*



NOTA: En caso de que en un mismo país circulase más de una moneda (en España, por ejemplo, tenemos el maravedí de Nueva Castilla y el dinar de Valencia), hemos calculado la media simple. Las guerras napoleónicas duraron de 1799 a 1815. En 1812, Austria degradó su moneda en 55 por ciento.

FUENTES: Principalmente Allen y Unger (2004), así como otras citadas en el apéndice A.1.3.

al papel moneda nos ofrece un interesante ejemplo de que la innovación tecnológica no necesariamente crea nuevas formas de crisis financiera, si bien puede exacerbar sus efectos, de modo muy similar a las consecuencias cada vez más mortíferas que la tecnología militar ha tenido a lo largo de la historia. Por último, nuestro estudio de la

degradación confirma la idea de que las actuales economías avanzadas alguna vez pasaron por el mismo tipo de traumas (impago, inflación y degradación) que hoy asuelan a muchos mercados emergentes.

[1] Véase, por ejemplo, Sargent y Velde (2003). Ferguson (2008) ofrece una interesante discusión sobre los orígenes del dinero.

[2] Véase Winkler (1928).

[3] Véase MacDonald (2006).

XII. INFLACIÓN Y CRISIS MONETARIAS MODERNAS

> Si el impago serial es la norma para un país que atraviesa por la fase de desarrollo de mercado emergente, la tendencia a caer en periodos de inflación alta o extremadamente alta es un denominador común que sobresale incluso más.[1] A lo largo de la historia no ha habido un solo país emergente, incluyendo a los Estados Unidos (cuya tasa de inflación en 1779 fue de casi 200%), que haya logrado escapar de rachas de alza inflacionaria.

POR SUPUESTO, los problemas de impago externo, impago interno e inflación mantienen un estrecho e integral vínculo. Difícilmente puede confiarse en que un gobierno que eligió incumplir en el pago de sus deudas mantendrá el valor de su moneda. La creación de dinero y el costo de los intereses sobre la deuda, todo ello se suma a los apuros presupuestarios de los gobiernos, y en medio de una crisis de financiamiento los gobernantes tomarán de donde sea.

En este capítulo iniciamos un recorrido panorámico a lo largo y ancho de nuestro conjunto global de datos, el cual, hasta donde sabemos, comprende un número considerablemente mayor de episodios de alza inflacionaria y un espectro más amplio de países que cualquier base de datos anterior. Luego emprendemos una revisión de los colapsos en el tipo de cambio, estrechamente relacionados con los episodios de alza inflacionaria. En la mayoría de los casos, la alta inflación y los desplomes en el tipo de cambio se producen debido a un abuso del autoproclamado monopolio que los gobiernos ejercen sobre la emisión de dinero. En la sección final del capítulo estudiamos el modo en que, como resultado de una alta inflación, este monopolio sobre la moneda (y a veces sobre el sistema de pagos en general) a menudo acaba desgastándose a causa de una aceptación generalizada y/o la indexación de una moneda fuerte alterna, esto es, a causa de una “dolarización”. Tal como las crisis bancarias afectan a la economía de manera continua y negativa, lo mismo hace una escalada en la inflación.

Un hallazgo fundamental que salta a la vista a partir de nuestro recorrido histórico a través de la inflación y los tipos cambiarios es lo difícil que les resulta a todos los países escapar de un historial de inflación alta y volátil. De hecho, existe un fuerte paralelo entre escapar de una historia de alta inflación y escapar de una historia de impago serial, y desde luego ambas historias suelen entremezclarse.

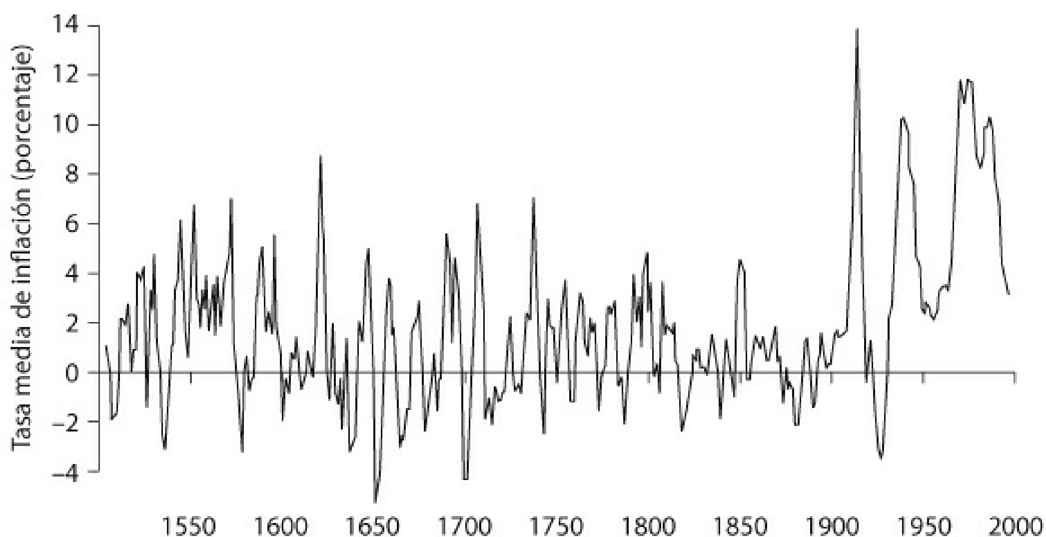
LAS PRIMERAS CRISIS INFLACIONARIAS

A pesar de la espectacularidad de algunas degradaciones monetarias documentadas en los cuadros XI.1 y XI.2, sin duda alguna la llegada de la imprenta elevó la inflación a una dimensión completamente nueva. La gráfica XII.1 presenta la tasa media de inflación

entre 1500 y 2007 para todos los países de la muestra (usamos una media móvil de cinco años a fin de mitigar cualquier error de medición y suavizar los ciclos). La gráfica muestra una clara tendencia inflacionaria a lo largo de la historia (aunque, desde luego, siempre existen periodos de deflación producto de los ciclos económicos, malas cosechas y otros factores). Sin embargo, a partir del siglo XX la inflación se disparó de manera radical. (Cabe notar que nuestra muestra se remonta al siglo XIV para países como Francia e Inglaterra; sin embargo, con el fin de establecer una comparación más amplia y uniforme hemos decidido partir del año 1500.)

Los tres cuadros de este capítulo revisan los datos sobre inflación para ca da país y a lo largo de varios siglos. El cuadro XII.1 presenta información para los siglos XVI, XVII Y XVIII, cubriendo un gran número de monedas. Al respecto llama la atención que todos los países de Asia y Europa hayan vivido un número considerable de años con una inflación superior a 20% durante este periodo, y que la mayoría lo hayan hecho con una inflación superior a 40%. Tómese por ejemplo el caso de Corea, cuya información comienza en 1743. Este país experimentó una inflación por encima de 20% casi la mitad del tiempo hasta 1800 y una inflación por encima de 40% durante casi una tercera parte de ese periodo. Los porcentajes para Polonia, cuya información se remonta a 1704, son similares. Incluso el Reino Unido tuvo una inflación superior a 20% durante 5% del periodo que comienza en 1500 (y tal vez se trate de una subestimación, dada la extendida creencia de que la información oficial sobre inflación durante la segunda Guerra Mundial y el periodo inmediatamente posterior refleja niveles muy por debajo de los que en realidad se vivieron). También las colonias en el Nuevo Mundo sufrieron constantes periodos de alza inflacionaria mucho antes de sus luchas para independizarse de España.

GRÁFICA XII.1. *La tasa media de inflación: media móvil de cinco años para todos los países (1500-2007)*



FUENTES: En vista de lo extenso del periodo cubierto y el gran número de países tomados en cuenta, los precios al consumidor (o los índices del costo de vida) se seleccionaron a partir de diversas fuentes. Éstas aparecen citadas por país y periodo en el apéndice A.1.

CUADRO XII.1. *Impago a través de una inflación: Asia, Europa y el Nuevo Mundo en 1500-1799*

País	*Periodo cubierto*	*Años en que la inflación excedió* 20%	40%	*Número de hiperinflaciones*[a]	*Inflación máxima anual*	*Año del pico inflacionario*
Asia						
China	1639-1799	14.3	6.2	0	116.7	1651
Corea	1743-1799	43.9	29.8	0	143.9	1787
Japón	1601-1650	34.0	14.0	0	98.9	1602
Europa						
Alemania	1501-1799	10.4	3.4	0	140.6	1622
Austria	1501-1799	8.4	6.0	0	99.1	1623
Bélgica	1501-1799	25.1	11.0	0	185.1	1708
Dinamarca	1749-1799	18.8	10.4	0	77.4	1772
España	1501-1799	4.7	0.7	0	40.5	1521
Francia	1501-1799	12.4	2.0	0	121.3	1622
Italia	1501-1799	19.1	7.0	0	173.1	1527
Holanda	1501-1799	4.0	0.3	0	40.0	1709
Noruega	1666-1799	6.0	0.8	0	44.2	1709
Polonia	1704-1799	43.8	31.9	0	92.1	1762
Portugal	1729-1799	19.7	2.8	0	83.1	1757
Reino Unido	1501-1799	5.0	1.7	0	39.5	1587
Suecia	1540-1799	15.5	4.1	0	65.8	1572
Turquía	1586-1799	19.2	11.2	0	53.4	1621
América						
Argentina	1777-1799	4.2	0.0	0	30.8	1780
Brasil	1764-1799	25.0	4.0	0	33.0	1792
Chile	1751-1799	4.1	0.0	0	36.6	1763
Estados Unidos-	1721-1799	7.6	4.0	0	192.5	1779
México	1742-1799	22.4	7.0	0	80.0	1770
Perú	1751-1799	10.2	0.0	0	31.6	1765

[a] Por hiperinflación entendemos aquí una tasa anual de 500% o más (ésta no es la definición tradicional de Cagan).

FUENTES: En vista de lo extenso del periodo cubierto y el gran número de países tomados en cuenta, los precios al consumidor (o los índices del costo de vida) se seleccionaron a partir de diversas fuentes. Éstas aparecen citadas por país y periodo en el apéndice A.1.

CRISIS INFLACIONARIAS MODERNAS: COMPARACIONES REGIONALES

El cuadro XII.2 revisa la situación de 13 países africanos y 12 asiáticos entre 1800 y 2007. Sudáfrica, Hong Kong y Malasia claramente poseen los mejores historiales, si bien el de Sudáfrica se remonta a 1896, mientras que los de Hong Kong y Malasia lo hacen

tan sólo a 1948 y 1949, respectivamente.[2]

Sin embargo, la gran mayoría de los países africanos y asiáticos han vivido oleadas de inflación alta y muy alta. La idea de que los países asiáticos son inmunes a la inflación "estilo Latinoamérica" es tan ingenua como la idea de que esos mismos países eran inmunes a las crisis de impago antes de la crisis financiera de finales de los años noventa. China experimentó una inflación superior a 1 500% en 1947,[3] e Indonesia una superior a 900% en 1966. Incluso los "tigres" asiáticos Singapur y Taiwán padecieron una inflación muy por encima de 20% a principios de la década de 1970.

Quizá no sea una sorpresa que África posea un historial mucho peor. Angola tuvo una inflación superior a 4 000% en 1996; para 2007 la inflación en Zimbabwe ya había rebasado 66 000%, lo que pone al país en camino de dejar atrás a la República del Congo (uno de los países más pobres, sin acceso a los mercados mundiales de capital privado y que no ha sido incluido en la muestra) y sus tres episodios de hiperinflación desde 1970.[4] Para 2008 seríamos testigos de un empeoramiento del índice inflacionario de Zimbabwe.

CUADRO XII.2. *Impago a través de una inflación: África y Asia en 1800-2008*

País	*Inicio del periodo cubierto*	*Años en que la inflación excedió* 20%	40%	*Número de años de hiperinflación*[a]	*Inflación máxima anual*	*Año del pico inflacionario*
África						
Angola	1915	53.3	44.6	4	4416.0	1996
Argelia	1879	24.1	12.0	0	69.2	1947
Costa de Marfil	1952	7.3	0.0	0	26.0	1994
Egipto	1860	7.5	0.7	0	40.8	1941
Kenia	1949	8.3	3.3	0	46.0	1993
Marruecos	1940	14.9	4.5	0	57.5	1947
Nigeria	1940	22.6	9.4	0	72.9	1995
República Centroafricana	1957	4.0	0.0	0	27.7	1971
República de Mauricio	1947	10.0	0.0	0	33.0	1980
Sudáfrica	1896	0.9	0.0	0	35.2	1919
Túnez	1940	11.9	6.0	0	72.1	1943
Zambia	1943	29.7	15.6	0	183.3	1993
Zimbabwe	1920	23.3	14.0	en curso	66000	
Asia						
China	1800	19.3	14.0	3	1579.3	1947
Corea	1800	35.3	24.6	0	210.4	1951
Filipinas	1938	11.6	7.2	0	141.7	1943
Hong Kong	1948	1.7	0.0	0	21.7	1949
La India	1801	7.3	1.5	0	53.8	1943
Indonesia	1819	18.6	9.6	1	939.8	1966
Japón	1819	12.2	4.8	1	568.0	1945
Malasia	1949	1.7	0.0	0	22.0	1950
Myanmar	1872	22.2	6.7	0	58.1	2002
Singapur	1949	3.4	0.0	0	23.5	1973
Tailandia	1821	14.0	7.5	0	78.5	1919
Taiwán	1898	14.7	11.0	0	29.6	1973

[a] Por hiperinflación entendemos aquí una tasa anual de 500% o más (ésta no es la definición tradicional de Cagan).

FUENTES: En vista de lo extenso del periodo cubierto y el gran número de países tomados en cuenta, los precios al consumidor (o los índices del costo de vida) se seleccionaron a partir de diversas fuentes. Éstas aparecen citadas por país y periodo en el apéndice A.1.

Por último, el cuadro XII.3 enlista las tasas de inflación de Europa, Latinoamérica, Norteamérica y Oceanía para el periodo 1800-2008. Entre los episodios europeos se encuentran las grandes hiperinflaciones de la posguerra estudiadas por Cagan.[5] Sin embargo, incluso omitiendo éstas, países como Polonia, Rusia y Turquía han vivido altas inflaciones durante periodos extraordinariamente prolongados. Hoy en día nadie imagina a los países escandinavos en medio de graves problemas de inflación; sin embargo, también estos países experimentaron altas inflaciones en el pasado. Por ejemplo, Noruega tuvo una tasa de inflación de 152% en 1812, Dinamarca de 49% en 1800 y

Suecia de 36% en 1918. Como se muestra en el cuadro, la historia de las inflaciones en Latinoamérica después de la segunda Guerra Mundial es simplemente espectacular, con numerosos episodios de hiperinflación en los años ochenta y noventa. Sin embargo, desde una perspectiva más amplia en términos geográficos y temporales, el pobre desempeño de esta región se muestra menos excepcional.

Incluso Canadá y los Estados Unidos han experimentado cada uno un episodio de inflación por encima de 20%. Aunque la inflación estadunidense jamás volvió a alcanzar una cifra de tres dígitos después del siglo XVIII, sí llegó a 24% en 1864, durante la Guerra Civil. (Desde luego, la moneda de la Confederación del Sur tuvo una inflación de tres dígitos durante la Guerra Civil, que al final perdieron los estados separatistas.) La tasa de inflación canadiense llegó asimismo a 24% en 1917. En el cuadro puede apreciarse que Nueva Zelanda y Panamá son los únicos países que no han padecido periodos de inflación por arriba de 20%, si bien la inflación del primero llegó a 17% en un fecha tan reciente como 1980 y la del segundo fue de 16% en 1974.

Al igual que con el impago de deuda, los primeros años que siguieron a la recesión mundial de 2001 fueron relativamente tranquilos en cuanto a una alta inflación, si bien algunos países (entre ellos Argentina, Venezuela y, desde luego, Zimbabwe) ciertamente tuvieron problemas.[6] Muchos observadores, siguiendo la lógica del impago externo, han concluido que “esta vez es distinto” y que la inflación jamás regresará. Desde luego, coincidimos en que ha habido avances significativos en el entendimiento de los objetivos del banco central y la política monetaria, en particular en lo que concierne a la importancia de contar con un banco central independiente que le dé prioridad a la estabilidad inflacionaria. Sin embargo, como sucede con el impago de deuda, la experiencia indica que los periodos de calma nunca se prolongan de manera indefinida.

CUADRO XII.3. *Impago a través de una inflación: Europa, Latinoamérica, Norteamérica y Oceanía en 1800-2008*

País	Inicio del periodo cubierto	Años en que la inflación excedió 20%	Años en que la inflación excedió 40%	Número de años de hiperinflación[a]	Inflación máxima anual	Año del pico inflacionario
Europa						
Alemania	1800	9.7	4.3	2	2.22E + 10	1923
Austria	1800	20.8	12.1	2	1,733.0	1922
Bélgica	1800	10.1	6.8	0	50.6	1812
Dinamarca	1800	2.1	0.5	0	48.3	1800
España	1800	3.9	1.0	0	102.1	1808
Finlandia	1861	5.5	2.7	0	242.0	1918
Francia	1800	5.8	1.9	0	74.0	1946
Grecia	1834	13.3	5.2	4	3.02E + 10	1944
Holanda	1800	1.0	0.0	0	21.0	1918
Hungría	1924	15.7	3.6	2	9.63E + 26	1946
Italia	1800	11.1	5.8	0	491.4	1944
Noruega	1800	5.3	1.9	0	152.0	1812
Polonia	1800	28.0	17.4	2	51 699.4	1923
Portugal	1800	9.7	4.3	0	84.2	1808
Reino Unido	1800	2.4	0.0	0	34.4	1800
Rusia	1854	35.7	26.4	8	13 534.7	1923
Suecia	1800	1.9	0.0	0	35.8	1918
Turquía	1800	20.5	11.7	0	115.9	1942
Latinoamérica						
Argentina	1800	24.6	15.5	4	3 079.5	1989
Bolivia	1937	38.6	20.0	2	11 749.6	1985
Brasil	1800	28.0	17.9	6	2 947.7	1990
Chile	1800	19.8	5.8	0	469.9	1973
Colombia	1864	23.8	1.4	0	53.6	1882
Costa Rica	1937	12.9	1.4	0	90.1	1982
Ecuador	1939	36.8	14.7	0	96.1	2000
El Salvador	1938	8.7	0.0	0	31.9	1986
Guatemala	1938	8.7	1.4	0	41.0	1990
Honduras	1937	8.6	0.0	0	34.0	1991
México	1800	42.5	35.7	0	131.8	1987
Nicaragua	1938	30.4	17.4	6	13 109.5	1987
Panamá	1949	0.0	0.0	0	16.3	1974
Paraguay	1949	32.8	4.5	0	139.1	1952
Perú	1800	15.5	10.7	3	7 481.7	1990
República Dominicana	1943	17.2	9.4	0	51.5	2004
Uruguay	1871	26.5	19.1	0	112.5	1990
Venezuela	1832	10.3	3.4	0	99.9	1996
Norteamérica						
Canadá	1868	0.7	0.0	0	23.8	1917
Estados Unidos	1800	1.0	0.0	0	24.0	1864
Oceanía						
Australia	1819	4.8	1.1	0	57.4	1854
Nueva Zelanda	1858	0.0	0.0	0	17.2	1980

[a] Por hiperinflación entendemos aquí una tasa anual de 500% o más (ésta no es la definición tradicional de Cagan).

FUENTES: Considerando lo extenso del periodo cubierto y el gran número de países tomados en cuenta, los precios al consumidor (o los índices del costo de vida) se seleccionaron a partir de diversas fuentes. Éstas aparecen citadas por país y periodo en el apéndice A.1.

En cuatro paneles, uno por región (respectivamente para África, Asia, Europa y Latinoamérica), la gráfica XII.2 presenta el porcentaje de países con problemas de inflación (esto es, una tasa anual de 20% o más) en cualquier año entre 1800 y 2007. Ninguna de estas regiones ha tenido un historial de inflación particularmente prístino.

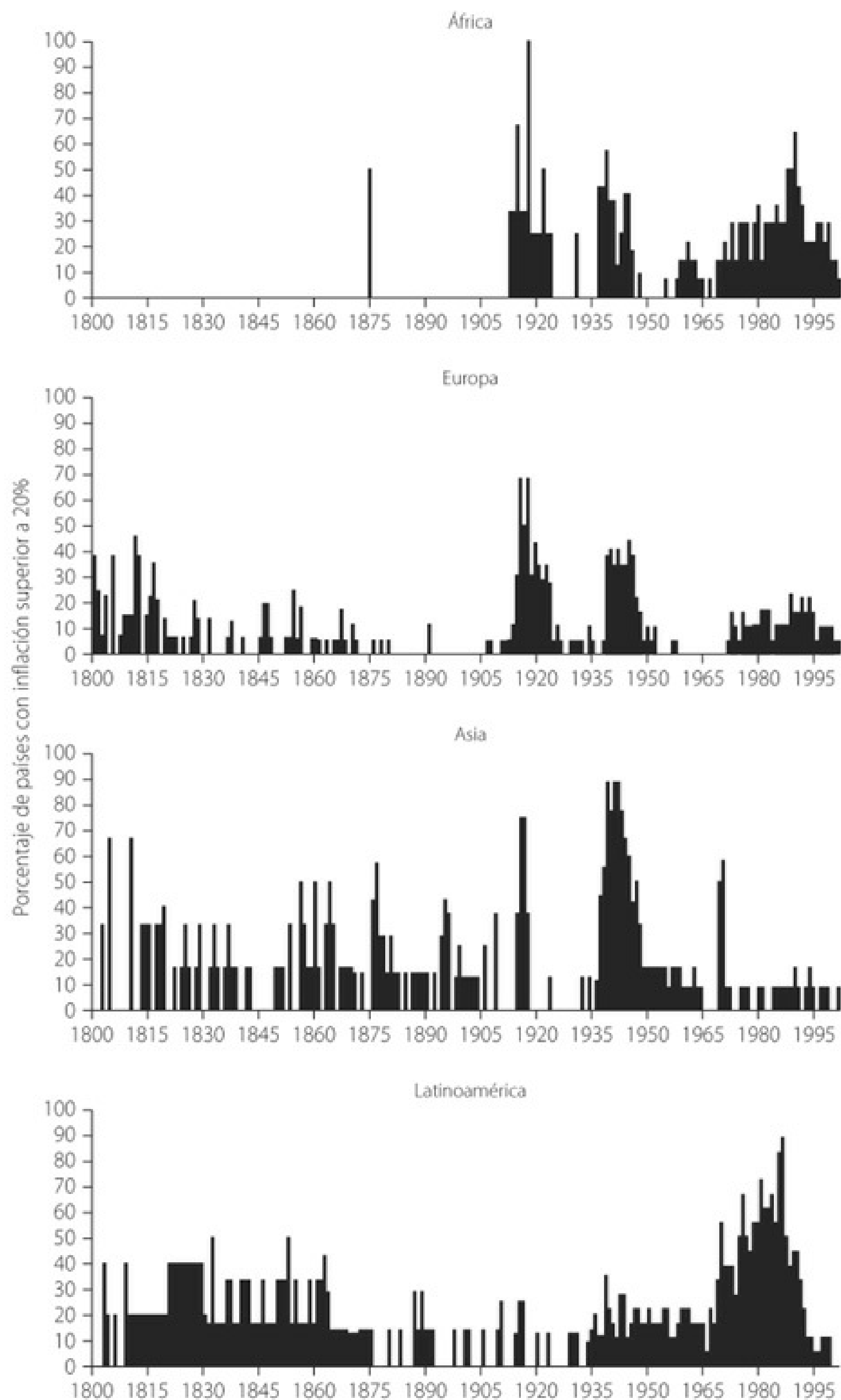
Después de la segunda Guerra Mundial, África y Latinoamérica han tenido una mayor incidencia de alta inflación que el resto de las regiones, tendencia que se agudizó en las décadas de 1980 y 1990. El reflujo inflacionario a escala mundial sigue siendo un fenómeno moderno y está por verse si no emerge a la superficie en los próximos años como consecuencia de la última crisis, en particular a medida que se incrementa el endeudamiento de los gobiernos y se erosiona el "espacio" fiscal (la capacidad para aprovechar estímulos fiscales), y, sobre todo, en caso de que se produzca un brote de impagos soberanos en los mercados emergentes.

Derrumbes monetarios

Tras haber examinado la degradación de la moneda y las crisis inflacionarias, a estas alturas parece un tanto redundante emprender una larga disquisición en torno a las crisis cambiarias. La riqueza de nuestra base de datos sobre tipos de cambio es similar a la de precios, en especial si se toman en cuenta los tipos de cambio basados en la plata (véanse los apéndices para una descripción más detallada). Aunque aquí no entraremos en detalles, un análisis más sistemático de la información mostrará que *crisis inflacionarias y cambiarias han marchado hombro con hombro en una mayoría aplastante de episodios a lo largo de la historia y en todas las regiones (con un vínculo marcadamente más estrecho en los países sujetos a inflaciones crónicas, donde es más grande el traslado del tipo de cambio a los precios)*.

Al examinar la conducta de los tipos de cambio, podemos apreciar que tal vez la evidencia más sorprendente es la que se desprende de las guerras napoleónicas, periodo en el que la inestabilidad cambiaria escaló a un nivel nunca antes visto y que no se vería de nuevo hasta casi un siglo después. Las gráficas XII.3 y XII.4 muestran esto de manera contundente. La primera presenta la incidencia de depreciaciones máximas de la moneda; la segunda la inflación promedio. Ambas figuras muestran además que en los últimos años se ha vivido una mayor incidencia de derrumbes monetarios, así como cambios más drásticos en la media. Difícilmente puede considerarse esto como una sorpresa a la luz de las famosas crisis cambiarias de México (1994), Asia (1997), Rusia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2001), entre otros países.

GRÁFICA XII.2. *La incidencia de inflación anual superior a 20%: África, Asia, Europa y Latinoamérica en 1800-2007*



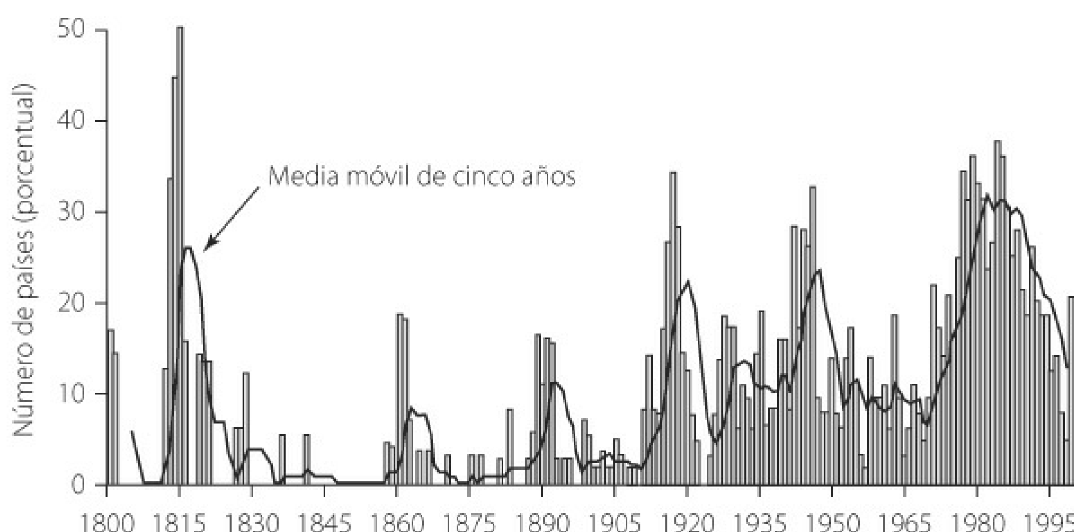
FUENTES: En vista de lo extenso del periodo cubierto y el gran número de países tomados en cuenta, los precios al consumidor (o los índices del costo de vida) se seleccionaron a partir de diversas fuentes. Éstas aparecen citadas por país y periodo en el apéndice A.1.

Los países que viven de manera sostenida una inflación alta a menudo experimentan una dolarización, esto es, un brusco giro hacia el uso de una divisa extranjera como medio de transacción, unidad de cuenta y reserva de valor. Desde una perspectiva práctica, esto puede significar el uso de una divisa fuerte para el comercio o, todavía más comúnmente, la indexación de las cuentas bancarias, bonos y otros activos financieros a una divisa extranjera (lo que en otra parte, en una obra en coautoría con Savastano, hemos llamado "dolarización de pasivos").[7] Con frecuencia, un giro sostenido hacia la dolarización es uno de los costos a largo plazo de los episodios de alta inflación, costo que puede persistir a pesar de los esfuerzos del gobierno por evitarlo. Cualquier gobierno que abuse sin escrúpulos de su monopolio sobre la moneda y el sistema de pagos, por lo general tendrá como consecuencia problemas para hacer valer dicho monopolio. Reducir la dolarización y retomar el control de la política monetaria son por lo común las metas de una política antiinflacionaria tras un periodo de fuertes inflaciones. Sin embargo, eliminar la dolarización puede ser extremadamente difícil. En esta sección hacemos un breve paréntesis para analizar este importante fenómeno monetario.

En general, las políticas antiinflacionarias exitosas no han traído consigo una caída prolongada en el grado de dolarización. De hecho, el panel superior de la gráfica XII.5 muestra que en más de la mitad de los episodios al final del periodo antiinflacionario el grado de dolarización fue el mismo o más grande que durante el pico inflacionario. Más aún, la reducción en el grado de dolarización fue en general pequeña en muchos de los otros episodios. Esta persistencia coincide con la evidencia sobre "histéresis" que han puesto de manifiesto los estudios basados en un volumen menor de dolarización interna. En este contexto, por histéresis nos referimos simplemente a la tendencia, en el país dolarizado, a permanecer en esa condición mucho tiempo después de que se han abatido las causas que originaron el cambio (por lo general una inflación excesiva de la moneda local).

Tal persistencia es una regularidad que tiende a asociarse con el historial inflacionario de los países. De hecho, en términos generales los países que vivieron rachas de inflación alta en las últimas décadas presentaron un mayor grado de dolarización a finales de los años noventa que los países con un mejor historial inflacionario (gráfica XII.5, panel inferior). Una interpretación de la probabilidad (incondicional) de inflación alta (usada en la gráfica XII.5 como un parámetro aproximado de la credibilidad de una política monetaria) nos ayuda a entender por qué mantener una inflación baja no siempre es una condición suficiente para una reducción inmediata del grado de dolarización. Dicho de otro modo, un país con un pobre historial inflacionario deberá mantener su inflación a niveles bajos por un largo periodo antes de poder reducir de manera significativa la probabilidad de una nueva racha inflacionaria.[8] Ésta es una vertiente más de las dificultades que un país enfrenta para graduarse de su intolerancia a la deuda.

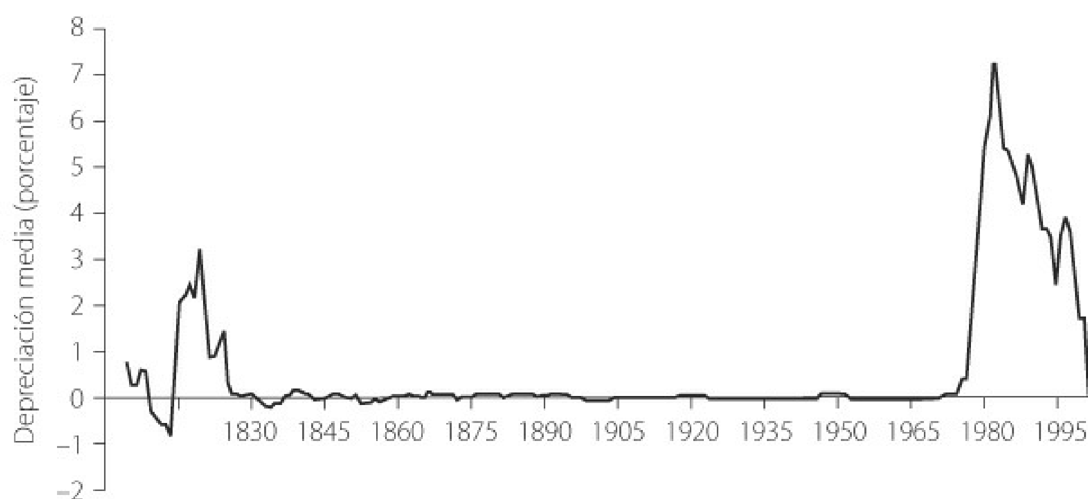
GRÁFICA XII.3. *Derrumbes monetarios: porcentaje de países con tasas de depreciación anual superiores a 15% (1800-2007)*



NOTA: El pico a la izquierda de la gráfica corresponde a las guerras napoleónicas, cuya duración fue de 1799 a 1815.

FUENTES: Principalmente Global Financial Data (sin fecha) y Reinhart y Rogoff (2008a). El apéndice A.1 enlista otras fuentes.

GRÁFICA XII.4. *Depreciación promedio anual: media móvil de cinco años para todos los países (1800-2007)*



NOTA: El pico a la izquierda de la gráfica corresponde a las guerras napoleónicas, cuya duración fue de 1799 a 1815.

FUENTES: Principalmente Global Finance Data (sin fecha) y Reinhart y Rogoff (2008a). El apéndice A.1 enlista otras fuentes.

Es posible asimismo establecer una relación entre los niveles actuales de dolarización y el historial de tipo de cambio de los países. Tipos paralelos y un control absoluto de la paridad cambiaria han sido la norma antes que la excepción en países con una historia de problemas inflacionarios. Por el contrario, son muy pocos los países con paridades

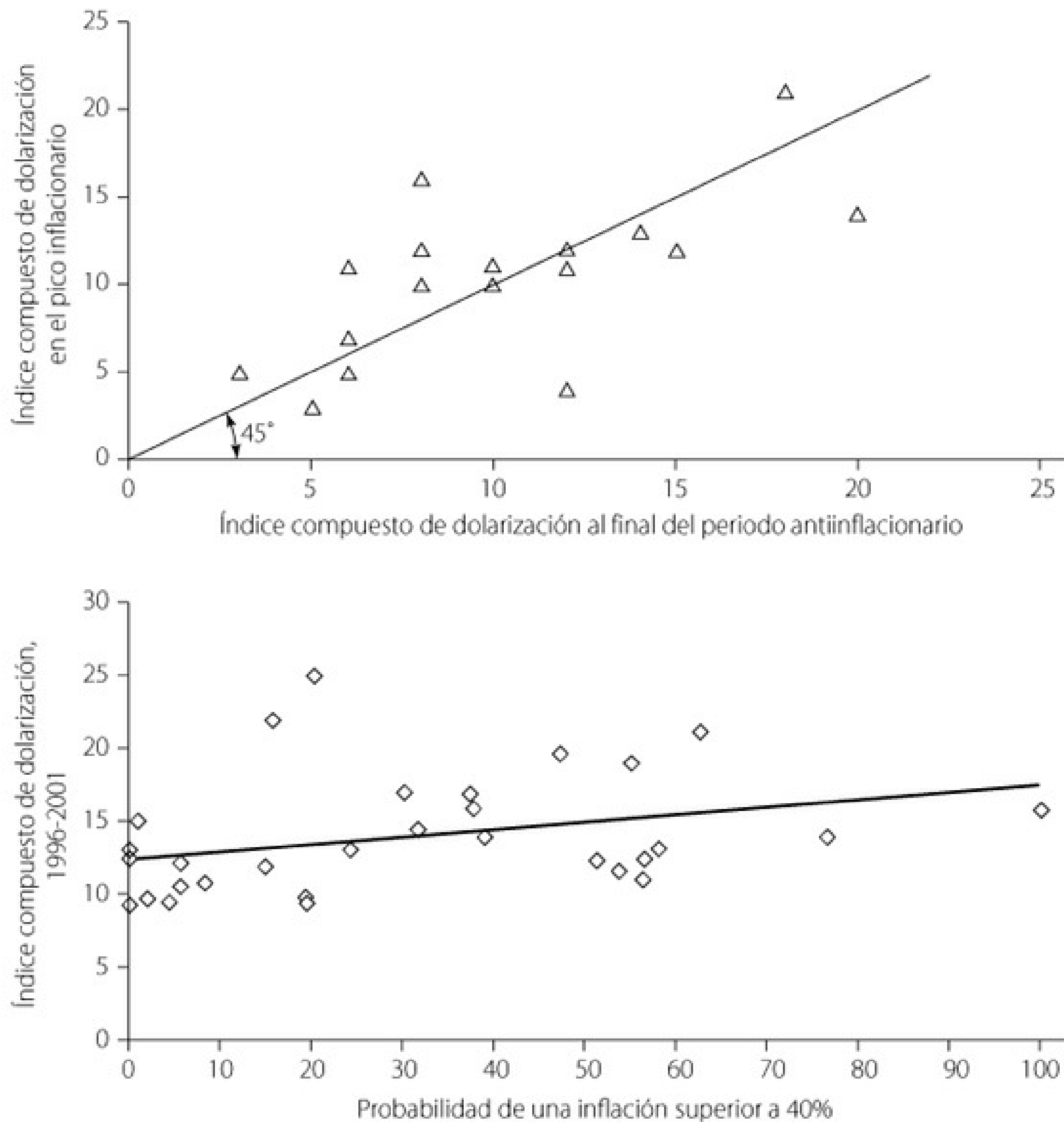
vinculadas a otra moneda y tipos cambiarios unificados que han experimentado periodos de alta inflación.[9] Por lo tanto, la evidencia sugiere un vínculo entre los niveles actuales de dolarización y la dependencia histórica de un país de controles cambiarios y el uso de varias divisas.

CÓMO REVERTIR UNA DOLARIZACIÓN INTERNA

Hemos mostrado que reducir la inflación no es, en términos generales, suficiente para revertir una dolarización interna, al menos en horizontes de más de cinco años. A pesar de ello, algunos países han logrado reducir su grado de dolarización interna. Para identificar a esos países resulta útil abordar por separado los casos en los que dicha reducción fue resultado de un descenso de deuda pública emitida localmente en moneda extranjera y los casos en los que se produjo por un descenso en el porcentaje de depósitos hechos en divisa extranjera respecto a la oferta monetaria en sentido amplio.

Los pocos gobiernos de nuestra muestra que han logrado reducir la dolarización de sus obligaciones en divisas emitidas localmente han seguido alguna de estas dos estrategias: han amortizado el saldo de la deuda conforme a las condiciones originales y descontinuado la emisión de esos títulos, o han cambiado la denominación de la deuda, aunque no siempre, recurriendo a un enfoque basado en el mercado. Un ejemplo de la primera estrategia fue la decisión de México de redimir en dólares estadunidenses todos los *tesobonos* vinculados al dólar vigentes al momento de la crisis de diciembre de 1994 (usando para ello los préstamos que recibió del FMI y los Estados Unidos), y a partir de entonces dejar de emitir bonos internos denominados en moneda extranjera. Un ejemplo de la segunda estrategia fue la decisión de Argentina, a finales de 2001, de convertir a moneda local los bonos que originalmente el gobierno había emitido en dólares estadunidenses (bajo la ley argentina).

GRÁFICA XII.5. *La persistencia de la dolarización*



NOTA: La gráfica superior muestra que la reducción en la inflación no ha repercutido de manera significativa en el grado de dolarización. El "final del periodo antiinflacionario" corresponde al año en el que la tasa de inflación cayó por debajo de 10%. La gráfica inferior muestra que los niveles actuales de dolarización están relacionados con la historia de alta inflación de un país. Se determinó la probabilidad incondicional a partir de información mensual sobre inflación para el periodo 1958-2001.
FUENTE: Reinhart, Rogoff y Savastano (2003b).

Son más comunes en la muestra las reducciones en la dolarización interna mediante un descenso en el porcentaje de depósitos en divisa extranjera respecto a la oferta monetaria en sentido amplio. A fin de identificar sólo aquellos casos en los que logró revertirse de manera significativa y perdurable la dolarización de los depósitos, buscamos todos los episodios en los que la proporción de depósitos en divisas respecto a la oferta monetaria en sentido amplio cumpliera con las siguientes tres condiciones: *1)* que haya

experimentado un descenso de por lo menos 20%; *2)* que se haya establecido a un nivel por debajo de 20% inmediatamente después del descenso, y *3)* que haya permanecido por debajo de 20% hasta el término del periodo de la muestra.

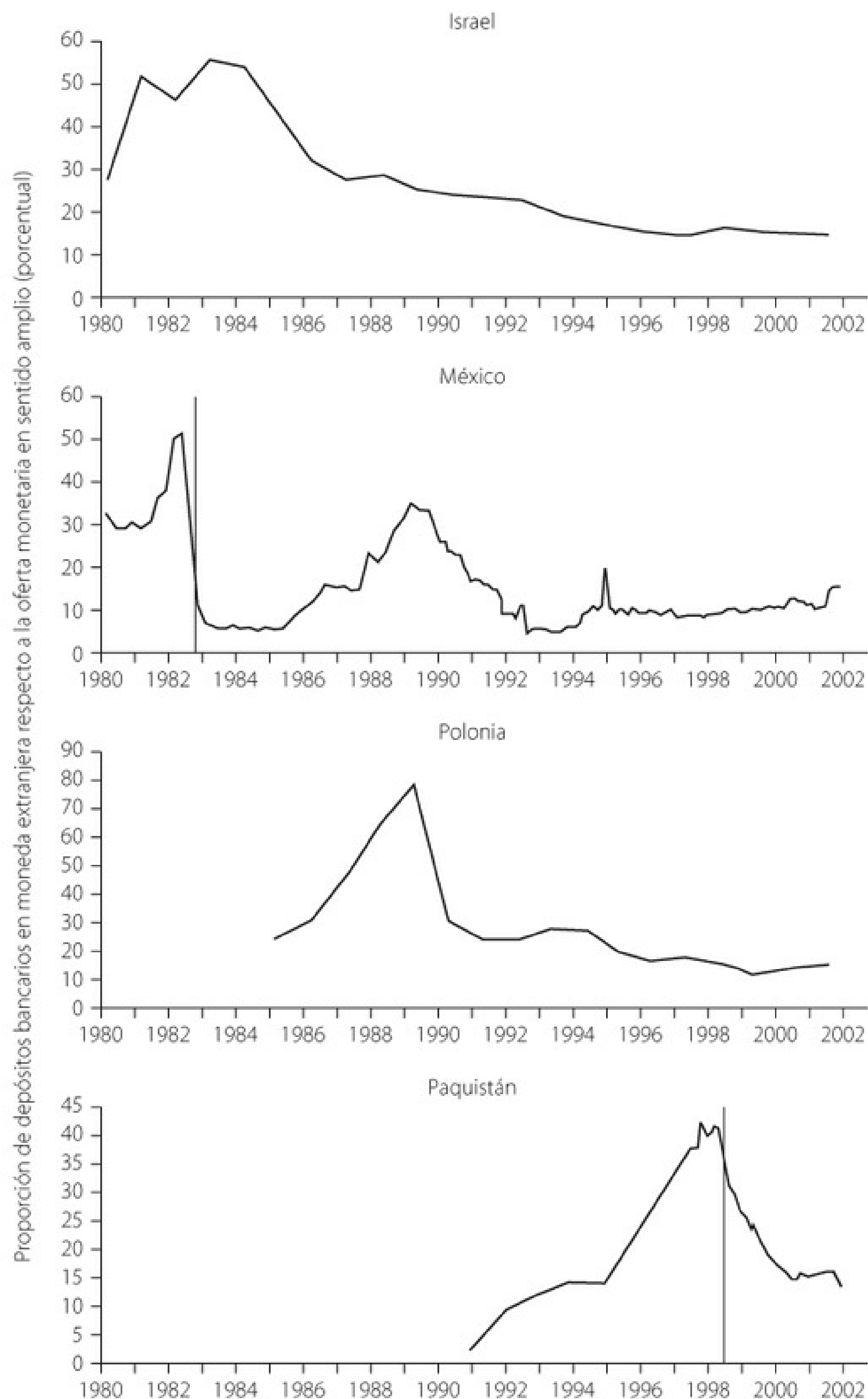
Sólo cuatro de los 85 países para los que se cuenta con información sobre depósitos en divisas cumplieron con los tres criterios durante el periodo 1980-2001: Israel, Polonia, México y Pakistán (gráfica XII.6). En 16 países, la proporción descendió más de 20% durante una parte de 1980-2001. Sin embargo, en algunos de esos países, por ejemplo en Bulgaria y Líbano, la dolarización de los depósitos se restableció a niveles muy por encima de 20% después del descenso. Además, en la mayoría de los otros casos (12 casos de 16) el coeficiente de dolarización cayó en un principio por debajo de 20%, pero después se disparó a niveles muy por encima de ese límite.[10] Hay formas de dolarización todavía más difíciles de erradicar. Hoy en día, entre una mitad y dos terceras partes de los créditos hipotecarios en Polonia (uno de los países que han tenido cierto éxito para revertir la dolarización) están denominados en una moneda extranjera, por lo general francos suizos.

En tres de los cuatro casos que cumplieron con las tres condiciones antes enunciadas, el proceso de reversión se inició tan pronto como las autoridades restringieron la conversión de los depósitos a dólares. A finales de 1985, las autoridades israelíes impusieron un periodo obligatorio de un año en el que quedaron suspendidos todos los depósitos en moneda extranjera, haciéndolos mucho menos atractivos en comparación con otros instrumentos financieros indexados.[11] Por su parte, en México en 1982 y en Pakistán en 1998, las autoridades ordenaron la conversión de los depósitos en dólares a depósitos en moneda local, usando para ello un tipo de cambio muy por debajo de (es decir, más apreciado que) el tipo entonces imperante en el mercado.

Es interesante que no todos los países que restringieron fuertemente la disponibilidad de los depósitos en dólares lograran reducir de manera sostenida el nivel de dolarización de los mismos. Bolivia y Perú adoptaron medidas similares a las de México y Pakistán a principios de la década de 1980, pero tras algunos años de enorme inestabilidad macroeconómica que los llevó al borde de la hiperinflación, al final ambos países permitieron de nuevo los depósitos en moneda extranjera, y desde entonces han permanecido fuertemente dolarizados a pesar de su notable éxito para reducir la inflación.

Incluso en los países donde las restricciones para los depósitos en dólares han traído a la fecha un descenso duradero de la dolarización, los costos que supuso dicha reducción en modo alguno fueron insignificantes. En México, las fugas de capital casi se duplicaron (a alrededor de 6 500 millones de dólares por año), los créditos bancarios al sector privado cayeron casi la mitad en los dos años posteriores a la conversión obligatoria de los depósitos en dólares, y la inflación y el crecimiento del país mantuvieron pésimos niveles durante varios años.[12] En cuanto a Pakistán, es demasiado pronto para decir si la decisión de revertir la dolarización se mantendrá o si al final habrá una retracción, tal como sucedió en Bolivia y Perú (y también en Argentina con la "pesoización" obligatoria de 2001-2002).

GRÁFICAS XII.6. *La desdolarización de los depósitos bancarios: Israel, Polonia, México y Paquistán en 1980-2002*



NOTA: En las gráficas de México y Pakistán, la línea vertical indica el momento, respectivamente en 1982 y 1998, en el que se ordenó una conversión de los depósitos bancarios en moneda extranjera.
FUENTE: Véase apéndice A.1.

Este capítulo ha cubierto un amplio terreno trazando a su paso los aspectos más importantes de la fascinante historia de la inflación y los derrumbes monetarios en el mundo. Prácticamente todos los países, en especial durante su fase como mercados emergentes, han experimentado periodos de inflación, a menudo muy prolongados y recurrentes. En efecto, la historia de la inflación pone de manifiesto las profundas dificultades que los países tienen que sortear para graduarse de manera permanente de un historial de malas decisiones macroeconómicas sin sufrir recaídas ocasionales pero muy dolorosas. La alta inflación provoca que los ciudadanos minimicen lo mucho que se exponen a mayores irregularidades macroeconómicas por un largo tiempo. La baja demanda de moneda local limita las condiciones que le permiten al gobierno obtener ingresos por inflación, haciendo todavía más doloroso (en términos fiscales) el proceso para reducir la inflación. El corolario lógico es una dinámica cambiaria inestable. En casos extremos, los ciudadanos pueden adoptar estrategias más radicales para evadir el monopolio estatal sobre la moneda; asimismo, con el afán de restaurar el sistema de pagos, el gobierno puede verse obligado a garantizar la indexación de los depósitos bancarios y otras obligaciones a una moneda fuerte. Pueden además pasar varios años antes de que el gobierno logre superar este debilitamiento de su monopolio sobre la moneda.

[1] Végh (1992) y Fischer *et al*. (2002) ofrecen una revisión básica de la literatura sobre crisis inflacionarias relativamente modernas.

[2] En el caso de varios países, entre ellos Malasia, las fechas del cuadro XII.2 se extienden al periodo no independiente.

[3] En los siglos XII y XIII, China, a la que debemos la invención de la imprenta mucho tiempo antes que Europa, vivió importantes episodios de alza inflacionaria causados por la moneda. Sobre este tema véase, por ejemplo, Fischer *et al*. (2002). Nuestra base de datos considera tales episodios.

[4] Reinhart y Rogoff (2002).

[5] Cagan (1956).

[6] Al momento de escribir esto, la tasa "oficial" de inflación en Argentina es de 8%. Las estimaciones la ubican en 26 por ciento.

[7] Reinhart, Rogoff y Savastano (2003b).

[8] La siguiente sección examina en detalle la experiencia de países que han registrado prolongados declives en su grado de dolarización interna, en algunos casos en el contexto de deflaciones.

[9] Reinhart y Rogoff (2004) muestran que países con sistemas duales en su tipo de cambio tienden a tener peores promedios en el desempeño de su crecimiento económico y simplemente deplorables en cuanto a inflación.

[10] Este patrón fue común principalmente en la segunda mitad de los años noventa en las economías en transición (Azerbaiyán, Bielorrusia, Lituania y Rusia), aunque estuvo presente asimismo en otros países y periodos, por ejemplo en Bolivia y Perú a principios de los años ochenta y en Egipto a mediados de la década de 1990.

[11] Véase Bufman y Leiderman (1992).

[12] Véase Dornbusch y Werner (1994).

QUINTA PARTE

LA CRISIS HIPOTECARIA DE ALTO RIESGO ESTADUNIDENSE Y LA SEGUNDA GRAN CONTRACCIÓN

¿Qué tan relevantes son las referencias históricas al momento de evaluar la trayectoria de una crisis financiera global hoy en día? En esta parte del libro usamos nuestra base histórica de datos con el fin de establecer referencias que nos ayuden a medir la profundidad de una crisis tanto en lo que respecta a sus condiciones previas como en la posible evolución de sus secuelas. Hace apenas unos años, mucha gente habría opinado que diversas mejoras en la ingeniería financiera y el comportamiento de la política monetaria habían contribuido de manera importante a poner bajo control el ciclo económico, reduciendo cualquier riesgo de un contagio financiero. Sin embargo, la reciente crisis mundial ha demostrado cuán equivocados estaban.

Cuando la "crisis financiera de las hipotecas de alto riesgo" (como en un principio se le llamó) comenzó a extenderse en el verano de 2007, una lectura somera de la prensa financiera internacional habría llevado a cualquier persona a concluir que la economía mundial navegaba en aguas peligrosas y desconocidas. De hecho, luego de que la situación diera un fatídico vuelco, a principios del otoño de 2008, buena parte de los comentarios asumieron un tono apocalíptico, por lo general reservado para una amenaza con el potencial para terminar con la civilización (como la conocemos). Sin embargo, si los encargados de las políticas económicas hubieran revisado la historia reciente de las crisis financieras, habrían descubierto que ésta ofrece una importante perspectiva cuantitativa y cualitativa para calcular la evolución de una crisis.

En los siguientes cuatro capítulos intentaremos hacer justamente eso, y para ello recurrimos a experiencias pasadas en busca de analogías y empleamos nuestra base de datos a fin de establecer parámetros cuantitativos. Puesto que muchos de nuestros lectores querrán comenzar con la última crisis, hemos puesto lo mejor de nosotros para que esta parte del libro sea hasta cierto punto autosuficiente, y para ello hemos revisado y reiterado, tanto como sea necesario, los principales temas de los capítulos anteriores.

En el primero de estos cuatro capítulos, el XIII, comenzaremos repasando la historia de las crisis bancarias, panorama diseñado para darle al lector una perspectiva de la actual crisis. En particular, prestaremos atención al debate sobre los profundos desequilibrios mundiales en cuenta corriente que sucedieron antes de la crisis y que algunos dirán contribuyeron a su irrupción. Como veremos, la gran cantidad de créditos que antes de la crisis obtuvieron los Estados Unidos del extranjero (hecho reflejado en

una cuenta corriente con grandes brechas y déficits en la balanza comercial) en modo alguno fue la única señal de alerta. En realidad, la economía estadunidense, como epicentro de la crisis, presentaba ya muchos otros signos de hallarse al borde de una profunda crisis financiera. Indicadores elementales como inflación en el precio de los activos (en especial dentro del sector inmobiliario), un apalancamiento cada vez mayor de la vivienda y un descenso en la producción, revelaban en su conjunto síntomas preocupantes. De hecho, desde una perspectiva estrictamente cuantitativa, el periodo inmediatamente anterior a la crisis financiera estadunidense presentaba todos los signos de una inminente desgracia. Por supuesto, los Estados Unidos no eran el único país que presentaba los síntomas clásicos de una alarma financiera: Gran Bretaña, España e Irlanda, entre otros, mostraban varios síntomas similares.

En el siguiente capítulo, el XIV, ampliaremos esta comparación entre crisis pasadas y la más reciente analizando los efectos de algunas crisis profunda. Con el fin de ampliar nuestra base de datos, introduciremos episodios más o menos conocidos de los mercados emergentes. Como vimos en el capítulo X, dedicado a las crisis bancarias, las repercusiones de una crisis financiera (al menos en ámbitos fundamentales) son asombrosamente parecidas en los mercados emergentes y los países desarrollados, por lo que parece sensato emprender tal ejercicio. En casi todo el capítulo comparamos crisis de la posguerra, si bien hacia el final hacemos algunas comparaciones con la Gran Depresión. Bien podría argüirse que la política macroeconómica fue demasiado pasiva en las primeras fases de la Gran Depresión. De hecho, es probable que los esfuerzos emprendidos para mantener un equilibrio presupuestario tras la caída de los ingresos fiscales en realidad hayan sido contraproducentes; por su parte, la renuencia a abandonar el patrón oro contribuyó a la deflación en varios países. Como sea, las comparaciones son iluminadoras porque desde la Gran Depresión ninguna otra crisis financiera ha tenido un alcance tan global.

En el capítulo subsecuente, el XV, exploraremos los medios por los que las crisis se transmiten a través de los distintos países, entre ellos la relación entre el sector financiero y el comercio, o factores comunes como las sacudidas tecnológicas y geopolíticas. En este contexto, trazaremos una distinción entre factores de alta velocidad (o "rápidos y violentos"), esto es, factores que muy rápidamente transmiten una crisis a través de las fronteras, y factores de baja velocidad (o "a fuego lento"), a los que les toma un poco más de tiempo transmitir una crisis.

En el último de estos cuatro capítulos, el XVI, examinaremos la reciente crisis desde una perspectiva global. Este capítulo será la culminación de todo lo dicho con antelación. Nuestro vasto conjunto de datos, el cual cubre casi todas las regiones, nos permite ofrecer una definición tentativa de crisis financiera mundial. Además, nuestro análisis de los diferentes tipos de crisis nos permite desarrollar un catálogo actualizado. En esencia, éste recoge el número de crisis que cada país está experimentando en todo el mundo. Así, el capítulo XVI es muy importante, pues reúne el espectro completo de crisis analizadas en el libro. Aun cuando es probable que la gravedad de la presente crisis no

sea similar a la de la Gran Depresión de los años treinta, nos parece sin embargo que el lector hallará aleccionadora la comparación.

XIII. LA CRISIS HIPOTECARIA DE ALTO RIESGO ESTADUNIDENSE: UNA COMPARACIÓN INTERNACIONAL E HISTÓRICA

ESTE capítulo comienza con un rápido resumen "ilustrado" de la incidencia de crisis bancarias en todo el mundo a lo largo del siglo XX, y para ello echa mano de la gran cantidad de información recabada a lo largo del libro. Nuestro objetivo es poner la situación internacional de finales de la década pasada, la "segunda Gran Contracción", en un contexto histórico más amplio.[1] Luego, en este y el siguiente capítulo, estableceremos una comparación entre la reciente crisis hipotecaria estadunidense y crisis financieras pasadas. A grandes rasgos mostraremos que la crisis estadunidense, tanto en su antesala como en su epílogo (por lo menos al momento de escribir este libro), ha seguido exactamente los mismos pasos cuantitativos de la típica crisis financiera profunda.

Además de hacer comparaciones cuantitativas, a lo largo del capítulo revisaremos el resurgimiento, antes de la crisis, del síndrome de "esta vez es distinto"—la firme creencia en que cierta combinación de factores deja sin efecto las antiguas leyes de la inversión—. Esta tarea no presenta mayores dificultades: las observaciones y trabajos escritos de académicos, estrategas económicos y otros actores en el mercado financiero antes de la crisis ofrecen amplia evidencia del síndrome. Pondremos especial atención al debate sobre si el enorme endeudamiento que los Estados Unidos contrajeron con el resto del mundo antes de la crisis debió tomarse como una clara señal de peligro.

UNA MIRADA HISTÓRICA Y GLOBAL A LA CRISIS HIPOTECARIA Y SUS SECUELAS

Antes de abordar la segunda Gran Contracción, iniciada en 2007, será útil revisar la incidencia de crisis bancarias a través de un amplio periodo histórico, tarea que emprendimos primero en el capítulo X. Al observar con atención los datos de la muestra resulta evidente que la primera crisis bancaria en una economía avanzada fue la de Francia en 1802; las primeras crisis en los mercados emergentes golpearon a la India en 1863, a China (varios episodios) durante las décadas de 1860 y 1870, y a Perú en 1873. Puesto que nuestro interés en este capítulo es establecer amplias comparaciones entre países, nos concentraremos sobre todo en la información para el periodo que comienza en 1900, pues su abundancia permite un tratamiento empírico sistemático.[2]

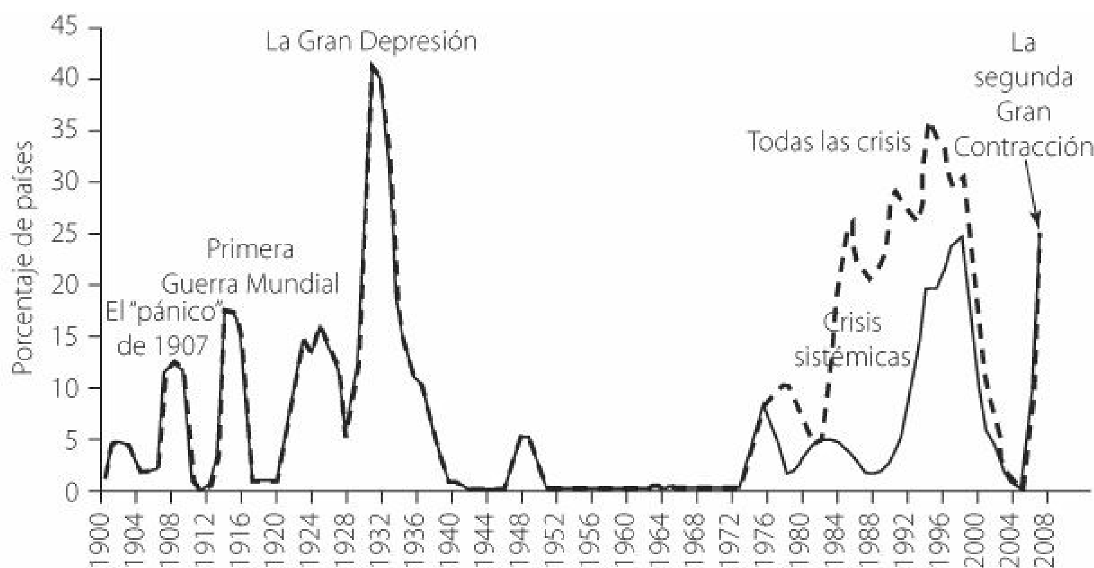
La gráfica XIII.1 delinea la incidencia de las crisis bancarias para los países de la muestra (recordamos que representan 90% del ingreso mundial en términos de la paridad del poder adquisitivo o PPA). De hecho, la gráfica se basa en la misma información de la gráfica X.1, con la excepción de que aquí nos concentramos únicamente en crisis bancarias y no en la movilidad de capitales. Al igual que aquélla, la gráfica muestra el

porcentaje de todos los países independientes que vivieron una crisis bancaria entre 1900 y 2008, considerando una media móvil de tres años. Asimismo, como en la gráfica X.1 y otras similares del libro, el cálculo de la gráfica XIII.1 pondera los países en función de su proporción de PIB global y, por consiguiente, las crisis en las economías desarrolladas tienen un mayor impacto sobre el perfil general de la gráfica. El agregado ponderado busca servir como parámetro del impacto "global" de crisis bancarias individuales. Por lo tanto, una crisis en los Estados Unidos o Alemania recibe una mayor ponderación que una crisis en Angola u Honduras, países todos ellos que están en la muestra de 66 naciones. El lector debe tener en cuenta que si bien creemos que la gráfica XIII.1 presenta una imagen adecuada de la proporción de países situados en medio de una crisis en determinado momento, se trata tan sólo de una medida aproximada, pues la gravedad de este tipo de crisis puede variar.

Como se señaló en el capítulo X, la incidencia más alta de crisis bancarias durante este intervalo de 109 años corresponde a la Gran Depresión mundial de la década de 1930. Antes de ésta, oleadas menos intensas de estrés financiero se dejaron sentir en todo el mundo alrededor del "pánico" de 1907, originado en Nueva York, así como durante las crisis que acompañaron al estallido de la primera Guerra Mundial. La gráfica XIII.1 nos recuerda asimismo la relativa calma que se vivió desde finales de los años cuarenta hasta principios de los años setenta. Esta calma puede explicarse en parte por el pujante crecimiento mundial, aunque quizá tuvo que ver más la represión de los mercados financieros internos (en grados diversos) y el uso opresivo de controles de capital por varios años después de la segunda Guerra Mundial. (Esto no necesariamente quiere decir que represiones y controles como éstos sean el mejor antídoto contra los riesgos de una crisis financiera.)

Como también observamos en el capítulo X, desde principios de la década de 1970 la liberalización financiera y de la cuenta de capital—esto es, el recorte y eliminación de barreras a la inversión dentro y fuera de un país—se ha arraigado en todo el mundo, como se han arraigado, en la misma me-dida, las crisis bancarias.[3] Después de un largo paréntesis, el número de países con problemas financieros comenzó a aumentar por primera vez en la década de 1970. El colapso del sistema Bretton Woods y su paridad cambiaria fija, junto con una fuerte escalada en los precios del petróleo, catapultó una prolongada recesión global, causando daños en el sector financiero de varias economías avanzadas. A principios de los años ochenta, la caída en todo el mundo del precio de los productos primarios, junto con altas y volátiles tasas de interés en los Estados Unidos, produjeron una avalancha de crisis bancarias y de deuda soberana en las economías emergentes, en especial en Latinoamérica y, más tarde, en África. Las altas tasas de interés elevaron el costo del servicio de las grandes deudas, por lo general consolidadas a una tasa de interés variable vinculada a los mercados mundiales. La baja en el precio de las materias primas, el principal producto de exportación para la mayoría de los mercados emergentes, hizo todavía más difícil el pago de sus deudas.

GRÁFICA XIII.1. *Porcentaje de países en medio de una crisis bancaria en 1900-2008, ponderados en función de su proporción del ingreso mundial*



NOTA: La muestra comprende a los 66 países enlistados en el cuadro I.1 que se habían convertido en naciones independientes en el periodo indicado. Se usan tres grupos de ponderación respecto al PIB: 1913 pondera el periodo 1800-1913; 1990 el periodo 1914-1990, y finalmente 2003 el periodo 1991-2008. La línea punteada corresponde a todas las crisis, la continua a las crisis sistémicas (por ejemplo, en el caso de las décadas de 1980 y 1990, las crisis de los países nórdicos, y más tarde las de Japón y el resto del Asia). Las entradas para 2007 y 2008 corresponden a crisis en Austria, Bélgica, Alemania, Hungría, Japón, Holanda, España, el Reino Unido y los Estados Unidos. La gráfica presenta una media móvil de tres años.

FUENTES: Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Maddison (2004), Caprio *et al.* (2005), Jácome (2008) y las fuentes adicionales referidas en el apéndice A.3, el cual proporciona las fechas de las crisis bancarias.

A principios de 1984, los Estados Unidos sufrieron su propia crisis bancaria, originada en el sector de ahorros y préstamos (si bien ésta fue bastante moderada si se la compara con las de las décadas de 1930 y 2000). A finales de los años ochenta y principios de los noventa, los países nórdicos vivieron una de las peores crisis bancarias de que se tenga noticia en las naciones ricas desde la segunda Guerra Mundial, todo ello como consecuencia de un repentino aumento en el flujo de capital (préstamos del exterior) y un alza descomunal en el precio de la vivienda. En 1992, la burbuja del precio de los activos estalló en Japón, marcando el comienzo de una década de crisis bancarias. Más o menos por ese tiempo, debido a la caída del bloque soviético, muchos de los países de Europa oriental se unieron a las filas de las naciones con graves problemas bancarios. A medida que se acercaba la segunda mitad de la década de 1990, los mercados emergentes vivieron una nueva oleada de crisis bancarias. A los problemas en México y Argentina (entre 1994 y 1995) se sumaron la famosa crisis asiática de 1997-1998 y más tarde los apuros de Rusia y Colombia, entre otros países.[4] Argentina en 2001 y Uruguay en 2002 culminaron esta escalada en el ciclo de crisis bancarias. Siguió un breve periodo de calma, pero éste llegó a su fin de manera abrupta en el verano de 2007, cuando la crisis

hipotecaria de los Estados Unidos comenzó en serio, convirtiéndose muy pronto en una crisis financiera mundial.[5]

Como es bien sabido, la crisis financiera estadunidense de finales de la década pasada tuvo su principal causa en la burbuja del mercado inmobiliario, incentivada por espectaculares aumentos sostenidos en el precio de la vivienda, masivos flujos de capital extranjero barato (producto de los déficits récord en las balanzas comercial y de cuenta corriente) y una política regulatoria cada vez más permisiva que propició la interacción de todos estos factores (patrón que cuantificaremos más adelante). Para poner la burbuja inmobiliaria en perspectiva histórica, la gráfica XIII.2 delinea el hoy famoso índice de precios Case-Shiller deflactado por el deflactor del PIB (la imagen sería básicamente la misma si se usara el índice de precios al consumidor).[6] Desde 1891, la fecha de inicio de la serie temporal sobre precios, no hay *boom* en el precio de la vivienda que se compare, en magnitud y duración, con el registrado en los años que condujeron, en 2007, al fiasco de las hipotecas de alto riesgo. *Entre 1996 y 2006 (el año cuando los precios se dispararon) el incremento acumulativo de los precios reales fue de alrededor de 92%, ¡más de tres veces el aumento acumulativo de 27% entre 1980 y 1996!* En 2005, en el clímax de la burbuja, el precio real de la vivienda se fue por las nubes con un alza de más de 12% (equivalente a casi seis veces la tasa de aumento del PIB real per cápita para ese año). Incluso las prósperas décadas después de la segunda Guerra Mundial, cuando las tendencias demográficas y de ingresos favorecieron un aumento en el precio de la vivienda, resultan insignificantes en comparación con la increíble escalada de precios ocurrida en los años inmediatos anteriores a 2007.[7] A mediados de ese año, un pronunciado incremento en los Estados Unidos de las tasas moratorias sobre las hipotecas de interés social finalmente desató el pánico financiero en todo el mundo.

GRÁFICA XIII.2. *Precio real de la vivienda: Estados Unidos en 1891-2008*



NOTA: El precio de la vivienda aparece deflactado por el deflactor del PIB. Los precios están además indexados de modo que equivalgan a 100 en el año 2000.

FUENTES: Shiller (2005), Standard & Poor y el Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

EL SÍNDROME DE "ESTA VEZ ES DISTINTO" Y EL PERIODO PREVIO A LA CRISIS HIPOTECARIA

Ya sea que se mida por la hondura, alcance y (potencial) duración de la recesión resultante, o por sus profundos efectos en los mercados de activos, la reciente crisis financiera constituye sin duda la crisis más grave a escala mundial desde la Gran Depresión. Ha representado asimismo un parteaguas en la historia económica del mundo, pues muy probablemente su desenlace final redefinirá la política y la economía de por lo menos una generación.

¿Tuvo que irrumpir de manera inesperada, en especial en lo que respecta a su profundo impacto en la economía de los Estados Unidos? Al revisar las opiniones de un sinfín de destacados académicos, inversionistas y responsables de la política económica estadunidense, bien podría llegar a pensarse que la reciente debacle financiera salió de la nada, que fue un caso entre mil. Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, afirmó en varias ocasiones que las innovaciones financieras, por ejemplo la titularización y la valoración de opciones, estaban produciendo nuevas y mejores maneras de diversificar el riesgo, al tiempo que hacían más líquidos activos tradicionalmente no líquidos, por ejemplo la vivienda. Todo ello justificaba el alza indiscriminada en el precio de los activos riesgosos.

Podemos detenernos aquí y decir que muchas personas pensaron, convencidas, "esta vez es distinto" porque los Estados Unidos son "especiales". Sin embargo, dada la naturaleza histórica del reciente colapso financiero en los Estados Unidos y en el mundo, algunos antecedentes nos ayudarán a comprender por qué tanta gente cayó en la trampa.

LOS RIESGOS QUE SUPUSO EL ENDEUDAMIENTO SOSTENIDO DE LOS ESTADOS UNIDOS CON EL RESTO DEL MUNDO: EL DEBATE ANTES DE LA CRISIS

Greenspan fue una más entre las legiones de personas que calificaron como alarmistas a quienes se preocuparon sobremanera por el creciente déficit estadunidense en cuenta corriente.[8] Su argumento era que en buena medida este enorme déficit (más de 6.5% del PIB en 2006, esto es, más de 800 000 millones de dólares) no era sino el reflejo de una tendencia generalizada en todo el mundo hacia una profundización financiera que le permitía a los países mantener déficits y superávits en cuenta corriente mucho mayores que en el pasado. De hecho, en su libro publicado en 2007, Greenspan caracterizó el déficit sostenido de los Estados Unidos en cuenta corriente como un asunto secundario y no como un factor básico de riesgo, algo entonces que, al igual que otras variables como el alza desmedida en el precio de la vivienda o el marcado aumento de la deuda familiar, no tendría por qué haber generado una alarma excesiva entre los responsables de la política económica estadunidense en la antesala de la crisis iniciada en 2007.[9]

Desde luego, el presidente de la Reserva Federal no fue el único con una visión relativamente optimista del endeudamiento estadunidense. Son célebres las palabras del secretario del Tesoro, Paul O'Neill, en el sentido de que era natural que todo el mundo le prestara dinero a los Estados Unidos debido a su elevada tasa de crecimiento de la

productividad y, además, a que la cuenta corriente era un "concepto insignificante".[10]

Célebres son también las palabras del sucesor de Greenspan, Ben Bernanke, quien en un discurso ofrecido en 2005 describió el voraz endeudamiento estadunidense como el resultado de un "exceso de ahorro en todo el mundo", producto a su vez de una combinación de factores, muchos de ellos fuera del control de la política económica del país.[11] Entre esos factores se encontraba el intenso deseo de varios mercados emergentes de protegerse contra cualquier crisis económica futura luego de los numerosos problemas económicos en Latinoamérica y Asia durante los años noventa y a principios de la década pasada. Al mismo tiempo, los países de Medio Oriente habían buscado alternativas de inversión para sus ganancias petroleras, y países con un sistema financiero poco desarrollado, como China, habían buscado diversificarse optando por activos más seguros. Bernanke sostenía además que era lógico que algunas economías desarrolladas, por ejemplo Japón y Alemania, tuvieran altas tasas de ahorro en virtud del rápido envejecimiento de sus poblaciones. La suma de todos estos factores conspiró para crear un gigantesco fondo de ahorros netos en busca de una morada segura y dinámica: los Estados Unidos. Desde luego, los Estados Unidos vieron en esta fuente barata de financiamiento una gran oportunidad. Sin embargo, las autoridades debieron haberle dado más vueltas a la siguiente pregunta: "¿No es demasiado bueno como para ser cierto?" Mientras un mercado emergente reciba cuantiosos flujos de capital, los encargados de la política económica no se cansarán de repetir el argumento "esta vez es distinto": "Bajas tasas de rendimiento en el resto del mundo no están sino provocando que la inversión en nuestro país resulte particularmente atractiva".

A medida que el dinero fluía a raudales a los Estados Unidos, las empresas financieras del país, entre ellas poderosos bancos de inversiones como Goldman Sachs, Merrill Lynch (adquirido en 2008 por el Bank of America en una "boda de penalti") y la hoy extinta Lehman Brothers, así como los grandes bancos múltiples (con sucursales minoristas), entre ellos Citibank, todos experimentaron un incremento vertiginoso en sus utilidades. El sector financiero estadunidense (que comprende al sistema bancario y de seguros) creció más del doble, pasando de un promedio de 4% del PIB a mediados de los años setenta a casi 8% para 2007.[12] En 2007, los ejecutivos de los cinco bancos de inversiones más importantes se repartieron un fondo de primas de más de 36 000 millones de dólares. Los líderes del sector financiero afirmaban que sus elevados rendimientos en realidad eran el resultado de innovaciones y productos con un genuino valor agregado, al tiempo que preferían minimizar sin más los inminentes riesgos que sus empresas estaban corriendo. (No debe olvidarse que un elemento intrínseco a nuestra definición del síndrome de "esta vez es distinto" es que las "viejas reglas de la valuación financiera han caído en desuso".) A sus ojos, la innovación financiera representaba una plataforma esencial que le permitía a los Estados Unidos recibir del extranjero sumas de dinero mucho mayores de lo que hubiera sido posible de otro modo. Por ejemplo, la titularización permitió que los consumidores estadunidenses transformaran activos inmobiliarios originalmente ilíquidos en cajeros automáticos, lo que significó una

reducción en el ahorro precautorio.[13]

¿Qué pensaban académicos y estrategas económicos de los peligros que representaba el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos? Al respecto hubo un amplio abanico de opiniones diversas. Por un lado, en varios ensayos Obstfeld y Rogoff defendieron la tesis de que el crecimiento desmesurado de la cuenta corriente no era sostenible.[14] Estos autores pensaban que si se sumaban los superávits de todos los países que eran ahorradores netos (donde el ahorro nacional excede la inversión nacional, por ejemplo China, Japón, Alemania, Arabia Saudita y Rusia), los Estados Unidos estaban captando más de dos de cada tres dólares ahorrados entre 2004 y 2006. De seguir las cosas así, tarde o temprano la voracidad crediticia estadunidense tendría que llegar a su fin, quizá de manera bastante abrupta, lo que provocaría bruscos movimientos en el precio de los activos, y, a su vez, una enorme presión sobre el complejo sistema mundial de derivados.[15]

Muchos compartieron esta misma preocupación. Por ejemplo, en 2004 Nouriel Roubini y Brad Setser anticiparon que el endeudamiento de los Estados Unidos empeoraría mucho más, alcanzando 10% del PIB antes de una espectacular caída.[16] Paul Krugman (quien recibió el Premio Nobel en 2008) afirmó que el "momento Wile E. Coyote" era inevitable, esto es, cuando a todos les sería obvia la imposibilidad de sostener la cuenta corriente de los Estados Unidos, y de manera súbita el dólar se desplomaría.[17] Existen muchos otros ejemplos de artículos académicos que dieron cuenta de los riesgos.[18]

A pesar de todo ello, varios investigadores de renombre, trátese de académicos, estrategas económicos y otras figuras del mercado financiero, asumieron una postura mucho más optimista. En una serie de influyentes artículos Michael Dooley, David Folkerts-Landau y Peter Garber, "el trío del Deutschebank", sostenían que el enorme déficit estadunidense en cuenta corriente no era sino una consecuencia lógica de los esfuerzos de los mercados emergentes para lograr un crecimiento basado en las exportaciones, así como de su necesidad de diversificarse optando por activos seguros.[19] Muy atinadamente llamaron al sistema que propagaba los déficits estadunidenses el sistema "Bretton Woods II", en virtud de que los países de Asia prácticamente estaban fijando su paridad cambiaria al dólar estadunidense, tal como lo habían hecho los países europeos 40 años atrás.

Richard Cooper, economista de Harvard, defendía con gran elocuencia que el déficit estadunidense en cuenta corriente obedecía a razones lógicas que no necesariamente suponían peligros reales e inmediatos.[20] Para sustentar su argumento, subrayaba la posición hegemónica de los Estados Unidos en el sistema bursátil y financiero del mundo, la extraordinaria liquidez de sus mercados, así como su sector inmobiliario. De hecho, en varios sentidos el discurso de Bernanke sobre el exceso del ahorro mundial resumía las brillantes ideas que por entonces recorrían la literatura académica y sobre políticas económicas.

Cabe señalar que algunos especialistas, por ejemplo Ricardo Hausmann y Federico

Sturzenegger, ambos de la Kennedy School of Government de la Universidad de Harvard, plantearon argumentos más exóticos, asegurando que era erróneo el cálculo de los activos extranjeros de los Estados Unidos y que en realidad éstos eran muy superiores a las estimaciones oficiales.[21] La existencia de esta "materia oscura" permitía explicar cómo los Estados Unidos podían financiar una cadena aparentemente interminable de déficits en cuenta corriente y comerciales. Ellen McGrattan, de Minnesota, y Ed Prescott, de Arizona (otro Premio Nobel), desarrollaron un modelo para calibrar esa materia oscura y descubrieron que la explicación bien podría dar cuenta de algo así como la mitad del déficit en cuenta corriente.[22]

Además del endeudamiento estadunidense, los economistas debatían un tema afín: ¿debían los encargados de diseñar la política económica preocuparse por la explosión en el precio de la vivienda que por entonces experimentaba el país entero (como se mostró en la sección anterior)? De nueva cuenta, figuras de renombre afirmaron que era posible justificar los altos precios de la vivienda a partir de los nuevos mercados financieros y las facilidades que éstos ofrecían para obtener préstamos, así como por una reducción en los riesgos macroeconómicos que incrementó el valor de los activos poco seguros. Tanto Greenspan como Bernanke justificaron enérgicamente que la Reserva Federal no prestara demasiada atención a los precios de la vivienda, salvo en la medida en que éstos pudieran afectar los principales intereses del banco central: el crecimiento y la estabilidad de los precios. De hecho, antes de incorporarse a la Reserva Federal, Bernanke defendió la misma tesis con mayor rigor y empeño en un artículo publicado en 2001 en coautoría con Mark Gertler, profesor de la Universidad de Nueva York.[23]

Por un lado, la lógica de la Reserva Federal al ignorar el precio de la vivienda se fundamentaba en la proposición, bastante razonable, de que el sector privado puede lograr un equilibrio en el valor de la vivienda (o en el de las acciones) al menos tan bien como cualquier burócrata. Por el otro, tomando en cuenta los mínimos históricos en la tasa de ahorro personal, la Reserva Federal pudo haber prestado más atención al hecho de que el alza en el precio de los activos se estaba nutriendo de un incremento desmedido en la proporción de deuda familiar respecto al PIB. Esta proporción, más o menos estable hasta 1993 con cerca de 80% en el ingreso personal, se había elevado a 120% en 2003 y casi a 130% a mediados de 2006. El trabajo empírico de Bordo y Jeanne, y el del Banco de Pagos Internacionales, sugería que cuando un *boom* inmobiliario viene acompañado de fuertes alzas en la deuda, el riesgo de una crisis es significativamente elevado.[24] Aunque este planteamiento no necesariamente era definitivo, ciertamente ponía en duda la política de la Reserva Federal y su benévola indiferencia. Por otra parte, el hecho de que varios países alrededor del mundo (si bien los menos eran países con un amplio superávit, como Alemania y Japón) estuvieron viviendo un *boom* inmobiliario sembró dudas en torno a la génesis del problema y sobre qué tanto la política monetaria o regulatoria nacional constituiría, por sí so la, un remedio efectivo.

En 2004, siendo todavía gobernador de la Reserva Federal, Bernanke sostuvo con tino que corresponde a la política regulatoria, y no a la monetaria, lidiar con cualquier

burbuja en el precio de la vivienda producto de una normativa crediticia sumamente frágil.[25] Desde luego, dicho argumento nos lleva a preguntar qué debería hacerse si, por razones políticas o de cualquier otra índole, la política regulatoria no responde de manera adecuada a una burbuja en el precio de los activos. De hecho, es posible afirmar que fue precisamente el enorme flujo de capital llegado del exterior lo que contribuyó a una inflación en el precio de los activos y a estrechos márgenes en las tasas de interés, en última instancia ocultando los riesgos tanto a las autoridades encargadas como a las agencias calificadoras.

Sea cual sea el caso, fue en el mercado de créditos hipotecarios para clientes de bajos ingresos o *subprime*, como se les conoce en inglés, donde se produjeron los problemas más serios e inmediatos. Los "avances" en la titularización, así como una escalada aparentemente sin fin en el precio de la vivienda, permitieron que la gente comprara casas que quizá antes le hubiera parecido imposible adquirir. Por desgracia, varios de esos prestatarios dependían de créditos con tasas variables de interés y tasas iniciales "tentadoras". Luego, cuando llegaba el momento de renovar los créditos, tanto el incremento en las tasas de interés como una economía en deterioro provocaban que muchos tuvieran problemas para cumplir con sus obligaciones hipotecarias. Fue así como comenzó la crisis hipotecaria.

La arrogante premisa estadunidense de que su sistema financiero y regulatorio podía resistir sin problemas masivos flujos de capital de manera sostenida, sin duda sentó las bases de la reciente crisis financiera global. La premisa de "esta vez es distinto"—pues esa vez los Estados Unidos contaban con un sistema superior—una vez más resultó ser falsa. En realidad, el flujo de capital exacerbó los grandes rendimientos del mercado financiero, tal como le sucedería a cualquier mercado emergente. Lo que entonces parecía benigno puede verse hoy, en retrospectiva, como crasos errores regulatorios, entre ellos la desregulación del mercado hipotecario de alto riesgo y la decisión de la Comisión de Bolsa y Valores de permitirles a los bancos de inversión triplicar en 2004 su porcentaje de apalancamiento (es decir, el índice que mide el nivel de riesgo respecto al capital). Los ingresos de capital dispararon el crédito y el precio de los activos, y, al mismo tiempo, redujeron los márgenes de interés sobre toda clase de activos riesgosos. Esto llevó al FMI a concluir, en abril de 2007 mediante su informe semestral (el *World Economic Outlook*), que los riesgos para la economía mundial se habían reducido a un nivel sumamente bajo y que por el momento no había razones para preocuparse demasiado. Cuando el organismo internacional encargado de salvaguardar la estabilidad económica mundial sale a declarar que no hay riesgos: ¿qué señal más segura puede haber de que "esta vez es distinto"?

Una vez más, la crisis que comenzó en 2007 presenta varios paralelos con el periodo de bonanza que precede a una crisis en los mercados emergentes, cuando los gobiernos suelen olvidar tomar medidas preventivas que le quiten un poco de presión al sistema, pues es su deseo que tal bonanza en el flujo de capital se prolongue de manera indefinida. De hecho, en el afán de prolongar un poco más el *boom*, a menudo

implementan medidas que exponen la economía a riesgos todavía más grandes.

Hasta aquí el recuento del debate alrededor de la mentalidad de "esta vez es distinto" que condujo a la crisis financiera de las hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos. A manera de resumen podemos decir que muchos pensaron "esta vez es distinto" por las siguientes razones:

- Al contar con el sistema de regulación financiera más confiable del mundo, con el sistema financiero más moderno, con un sólido sistema político y con los mercados de capital más grandes y más líquidos del mundo, los Estados Unidos son un país especial que puede resistir sin mayores problemas masivos flujos de capital.
- A fin de diversificarse, las economías emergentes que están creciendo rápidamente necesitan un sitio seguro para sus inversiones.
- La creciente integración financiera del mundo está haciendo más sólidos a los mercados globales de capital y permitiendo mayores endeudamientos.
- Además de las fortalezas antes mencionadas, los Estados Unidos tienen mejores instituciones y personal más capacitado en política monetaria.
- Los nuevos instrumentos financieros permiten que un gran número de nuevos prestatarios entren al mercado hipotecario.
- Todo lo que está sucediendo obedece en realidad a una mayor profundización del sistema financiero global producto de la innovación y, por lo tanto, no hay razones para preocuparse.

CRISIS FINANCIERAS DE LA POSGUERRA ASOCIADAS CON LA BANCA

En la misma medida que crecía la lista de argumentos a favor de la idea de "esta vez es distinto" (elaborada por académicos, grandes hombres de negocios y el personal responsable de la política económica), asimismo crecía la lista de similitudes entre las decisiones económicas de los Estados Unidos y las tomadas en otros episodios previos a una crisis.

Con el fin de examinar los antecedentes de la crisis hipotecaria estadunidense (después transformada en la "segunda Gran Contracción"), emprendemos aquí un análisis de las 18 crisis financieras asociadas con la banca ocurridas después de la segunda Guerra Mundial.[26] Por el momento, nos concentraremos únicamente en crisis en los países industrializados, evitando así caer en hipérboles al comparar a los Estados Unidos con los mercados emergentes. Aunque desde luego, como lo vimos en el capítulo X, no hay una diferencia tan grande entre las crisis financieras en los mercados emergentes y aquellas en las economías avanzadas. Más adelante, en el capítulo XIV, ampliaremos el espectro de comparación.

El cuadro XIII.1 enlista los episodios de crisis que hemos comparado. De las ya referidas 18 crisis, las "cinco grandes" crisis, como se les conoce, supusieron grandes caídas en la producción por periodos prolongados, a menudo de dos años o más. Antes

de la crisis de 2007, la peor de todas es sin duda la de Japón en 1992, que precipitó al país a su "década perdida". Sin embargo, las otras cuatro grandes crisis, ocurridas antes, fueron también sumamente traumáticas.

Las restantes 13 crisis financieras de los países ricos representan eventos mucho menores asociados con un desempeño económico muy por debajo de la norma, pero en modo alguno catastrófico. Entre éstas se encuentra la crisis estadunidense de ahorro y préstamo, iniciada en 1984.[27] De esas 13 crisis, algunas tuvieron un impacto realmente bajo, aunque por ahora las hemos retenido con fines comparativos. Pronto se verá con claridad que el periodo previo a la crisis financiera de los Estados Unidos de finales de la década pasada en nada se asemeja al de estas crisis moderadas, aunque la mayoría de los periodistas y los encargados de la política económica parecen no haberlo reconocido en ese entonces.

LA CRISIS HIPOTECARIA DE ALTO RIESGO ESTADUNIDENSE Y OTRAS CRISIS EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS: UNA COMPARACIÓN

A fin de elegir las variables que usamos para medir el riesgo de una crisis en los Estados Unidos recurrimos a los títulos sobre predicción de crisis financieras, tanto en los países desarrollados como en los mercados emergentes.[28] En esta literatura se proponen los siguientes factores como precursores clave de una crisis financiera: un alza considerable en el precio de los activos, una desaceleración de la actividad económica real, grandes déficits en cuenta corriente y aumentos sostenidos de deuda (sea pública, privada o ambas). Recuérdese asimismo la evidencia sobre las "bonanzas" en el flujo de capital estudiadas en el capítulo X, donde se mostró que el ingreso continuo de capital constituye un claro indicador de crisis financiera, al menos en el periodo posterior a 1970 con su amplia liberalización financiera. Históricamente, la apertura y la innovación financieras también han sido precursoras recurrentes de crisis, como se mostró en el capítulo X.

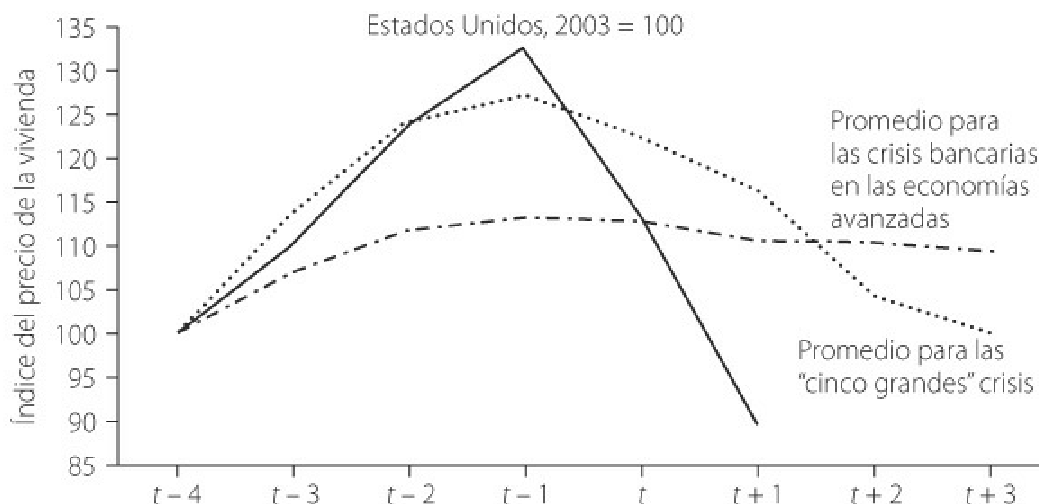
CUADRO XIII.1. *Crisis financieras asociadas con la banca posteriores a la segunda Guerra Mundial en las economías avanzadas*

País	*Año del inicio de la crisis*
Crisis profundas (sistémicas): las "cinco grandes" crisis	
España	1977
Noruega	1987
Finlandia	1991
Suecia	1991
Japón	1992
Crisis moderadas	
Reino Unido	1974
Alemania	1977
Canadá	1983
Estados Unidos (crisis de ahorro y préstamo)	1984
Islandia	1985
Dinamarca	1987
Nueva Zelanda	1987
Australia	1989
Italia	1990
Grecia	1991
Reino Unido	1991
Francia	1994
Reino Unido	1995

FUENTES: Caprio y Klingebiel (1996, 2003), Kaminsky y Reinhart (1999), y Caprio *et al.* (2005).

Para comenzar, en la gráfica XIII.3, comparamos las alzas en el precio de la vivienda. El periodo *t* representa el año del inicio de la crisis financiera. De acuerdo con esta convención, $t - 4$ significa cuatro años antes de la crisis; en cada caso la gráfica avanza hasta $t + 3$, con excepción, desde luego, de la reciente crisis estadunidense, cuyo destino, al momento de escribir este libro y probablemente por algún tiempo más, sigue siendo incierto.[29] La gráfica confirma lo que han demostrado algunos estudios de caso, a saber, que un alza desmedida en el precio de la vivienda por lo general precede a una crisis financiera. Es un tanto desconcertante observar que, de acuerdo con la gráfica, el aumento en el precio de la vivienda en los Estados Unidos superó el promedio de las "cinco grandes" crisis financieras, y que la desaceleración parece haber sido más pronunciada (el año $t + 1$ es 2008).

GRÁFICA XIII.3. *Precio real de la vivienda y crisis bancarias durante la posguerra: economías avanzadas*

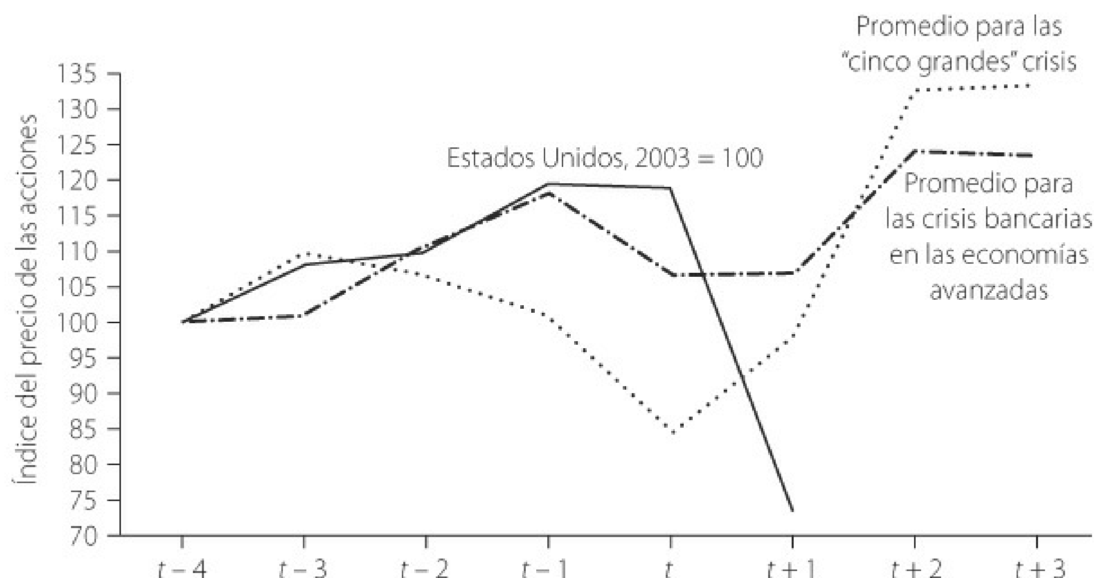


NOTA: Los precios al consumidor han sido usados para deflactar los índices del precio nominal de la vivienda. El año de la crisis se indica con t; $t - 4 = 100$.

FUENTES: Banco de Pagos Internacionales (2005); Shiller (2005); Standard & Poor's; FMI (varios años), *International Financial Statistics*, y las estimaciones de los autores.

En la gráfica XIII.4 revisamos la tasa real de crecimiento en los índices del mercado bursátil.[30] Ahí podemos observar que, de camino a la crisis, el valor de las acciones en los Estados Unidos mantuvo un mejor nivel que el de los otros grupos aquí comparados, en parte quizá debido a la agresiva respuesta correctiva de la Reserva Federal a la recesión de 2001, y en parte gracias al considerable "factor sorpresa" en la gravedad de la crisis estadunidense. Sin embargo, un año después del inicio de la crisis ($t + 1$), los precios de las acciones se habían desplomado, de manera similar a lo sucedido durante las "cinco grandes" crisis financieras.

GRÁFICA XIII.4. *Precio real de las acciones y crisis bancarias de la posguerra: economías avanzadas*



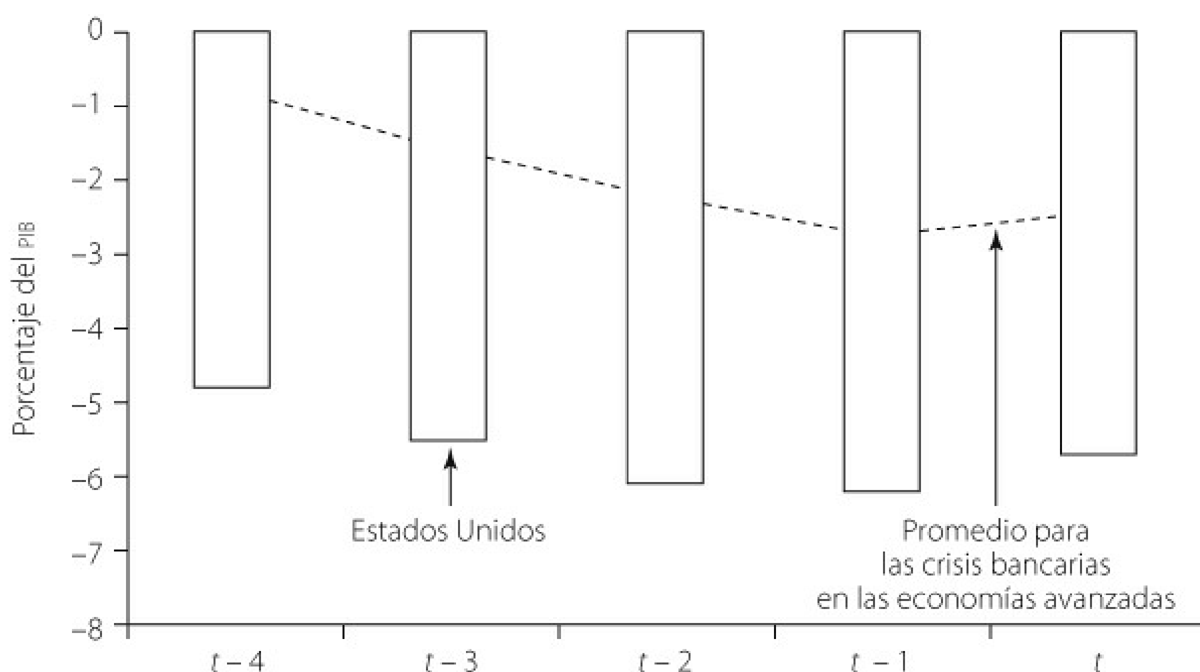
NOTA: Los precios al consumidor han sido usados para deflactar los índices del precio nominal de la vivienda. El año de la crisis se indica con *t*; *t* – 4 = 100.

FUENTES: Global Financial Data (sin fecha); FMI (varios años), *International Financial Statistics*, y las estimaciones de los autores.

En la gráfica XIII.5 examinamos la trayectoria del déficit estadunidense en cuenta corriente, mucho más amplia y persistente si se le compara con la norma en otras crisis.[31] Las barras muestran la trayectoria de la cuenta corriente entre 2003 y 2007 como un porcentaje del PIB. Por su parte, la línea punteada muestra el promedio para las 18 crisis anteriores. El hecho de que el dólar estadunidense se haya mantenido como la moneda de reserva a escala mundial durante un periodo en el que muchos bancos centrales en otros países (en particular en Asia) amasaban cantidades extraordinarias de reservas de divisas, sin duda produjo un aumento en el capital extranjero disponible para financiar los déficits sin precedentes en la cuenta corriente de los Estados Unidos.

Rara vez una crisis surge de la nada. La mayoría de las veces las crisis comienzan sólo después de que una fuerte sacudida reduce el ritmo de la economía. Se trata entonces de un mecanismo que magnifica, más que un factor desencadenante. La gráfica XIII.6 delinea el crecimiento del PIB real per cápita en la antesala de las crisis bancarias. La crisis estadunidense presenta el mismo perfil en forma de V que caracterizó al resto de los episodios. Al igual que en el caso del precio de las acciones, el efecto sobre el PIB se demoró un poco. De hecho, en 2007, si bien se había reducido el crecimiento de los Estados Unidos, éste seguía correspondiendo al patrón de una recesión moderada similar a la de otros países.

GRÁFICA XIII.5. *Proporción del saldo en cuenta corriente respecto al PIB en la antesala de las crisis bancarias de la posguerra: economías avanzadas*

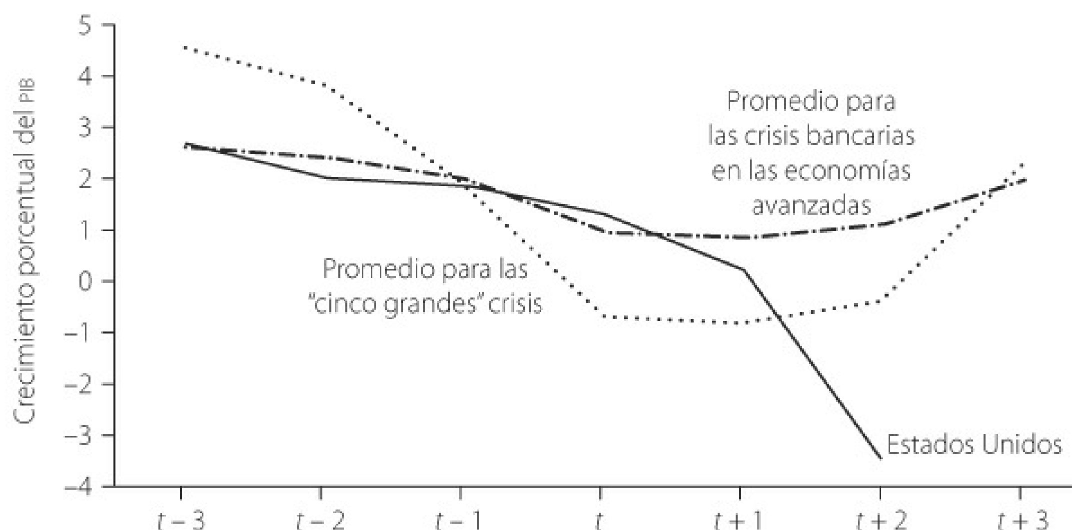


FUENTES: FMI (varios años), *World Economic Outlook*, y las estimaciones de los autores.

En 2008 las cosas dieron un fatídico giro, y la desaceleración del crecimiento se hizo más profunda. A comienzos de 2009 el consenso—como se desprende de los pronósticos publicados en el *Wall Street Journal*—apuntaba a que esta recesión sería más honda que la experiencia promedio de las "cinco grandes" crisis. En relación con éstas, cabe notar que la tasa de crecimiento cayó en más de 5% desde su punto más intenso hasta su punto más bajo, manteniéndose así durante tres años aproximadamente.

La última gráfica de este capítulo (XIII.7) presenta la trayectoria de la deuda pública real (deflactada por los precios al consumidor).[32] La acumulación de deuda pública ha sido un precursor casi universal de otras crisis de la posguerra, aunque, como veremos en el capítulo XIV, no es comparable esa acumulación antes de una crisis que la que se da cuando ésta ha iniciado, momento en que el declive en el crecimiento pulveriza los ingresos tributarios. La acumulación de deuda pública en los Estados Unidos antes de la crisis de 2007 fue menor que la que en promedio experimentaron las "cinco grandes" crisis. También interesante sería comparar la deuda privada (a la que antes hicimos alusión en el caso de los Estados Unidos), pero desafortunadamente no es sencillo obtener datos comparables para el abanico de países aquí considerados. En cuanto a los Estados Unidos, la proporción de la deuda familiar respecto al ingreso se elevó en 30% en menos de una década, pero bien podría derrumbarse a medida que los consumidores busquen una posición menos riesgosa en medio de la recesión.

GRÁFICA XIII.6. *Crecimiento del PIB real per cápita (con base en la PPA) y crisis bancarias de la posguerra: economías avanzadas*



NOTA: El pronóstico general (–3.5%) para los Estados Unidos en 2009 ha sido graficado a partir de la información disponible hasta julio de 2009. El año de la crisis se indica con *t*.
FUENTES: FMI (varios años), *World Economic Outlook*, y *Wall Street Journal*.

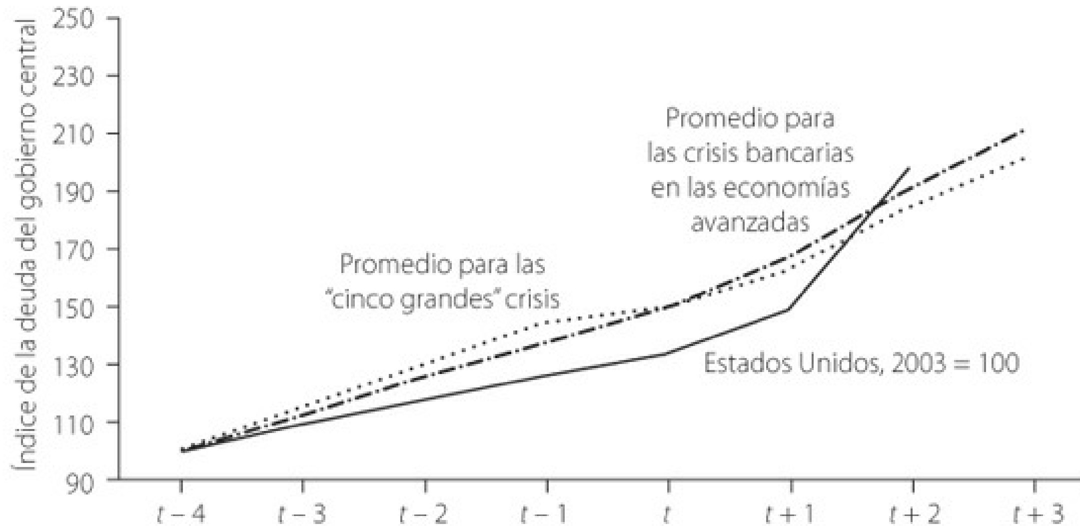
Nuestra afirmación de que los indicadores mostraban que existía un gran riesgo de que los Estados Unidos experimentaran una profunda crisis financiera en la antesala de 2007 tiene una excepción: en comparación con otros países que han padecido crisis financieras, el desempeño del país en materia de inflación era bueno hasta antes de 2007. Por supuesto, las primeras crisis en los países desarrollados se produjeron en medio de una baja inflacionaria en los países ricos.

RESUMEN

¿Por qué tanta gente fue incapaz de reconocer que se acercaba la crisis financiera de 2007? Si se piensa en los indicadores estándar, varias luces rojas se habían encendido desde mucho antes. No es que supongamos que si los encargados de la política económica hubieran notado antes estos síntomas habría sido sencillo predecir la crisis estadunidense. Nos hemos concentrado en variables macroeconómicas, pero muchos otros problemas yacían ocultos en las "entrañas" de los mercados financieros, como penosamente ha quedado claro desde que la crisis comenzó. Podrían haber pasado muchos años antes de que se prestara atención a algunos de esos problemas. Sobre todo, el desmedido incremento en el precio de la vivienda—más de 100% a escala nacional a lo largo de cinco años—debió verse como una señal de alarma, en especial a la luz de su nivel cada vez más grande de apalancamiento. A principios de 2008, el valor total de las hipotecas en los Estados Unidos era de alrededor de 90% del PIB. Varios años antes de la crisis, los encargados de la política económica debieron haber tomado la decisión de liberar un poco de presión del sistema. Lamentablemente, los esfuerzos encaminados a mantener el crecimiento e impedir caídas considerables en el mercado bursátil acabaron

dejando la olla de presión sin una válvula de seguridad. Ahora bien, a pesar de las proporciones épicas de esta crisis financiera, lo cierto es que, al menos hasta mediados de 2009, los Estados Unidos no habían incurrido en un impago. Si se hubiera tratado de un mercado emergente, el tipo de cambio se habría desplomado y las tasas de interés se habrían ido por las nubes. Además, el país habría quedado fuera de los mercados de capital en una abrupta suspensión del tipo Dornbusch-Calvo. Durante el primer año después de la crisis sucedió justo lo contario: el dólar se apreció y las tasas

GRÁFICA XIII.7. *Deuda real del gobierno central y crisis bancarias de la posguerra: economías avanzadas*



NOTA: Se han usado los precios al consumidor para deflactar la deuda nominal. El año de la crisis se indica con *t*; *t* – 4 = 100.

FUENTES: Departamento del Tesoro de los Estados Unidos; FMI (varios años), *International Financial Statistics;* los apéndices A.1 y A.2, junto con las fuentes ahí citadas, y las estimaciones de los autores.

de interés descendieron a medida que los inversionistas internacionales vieron mayores riesgos en otros países y optaron por adquirir grandes cantidades de títulos del Tesoro.[33] Pero ¡cuidado, comprador! En el largo plazo, la paridad cambiaria y las tasas de interés bien podrían dar un vuelco, en especial si no se diseñan políticas que restablezcan una base firme para la sustentabilidad fiscal a largo plazo.

[1] Como se indicó en la nota 7 del preámbulo, usamos la fórmula "segunda Gran Contracción" siguiendo la caracterización que Friedman y Schwartz (1963) hicieran de la década de 1930 como la "Gran Contracción". Véase asimismo Felton y Reinhart (2008, 2009), quienes usan la expresión "primera crisis financiera global del siglo XXI".

[2] Véase el cap. X para mayores detalles.

[3] En el cap. X exploramos este problema.

[4] Aunque los estrictos controles de China sobre el capital la hicieron inmune a derrumbes monetarios durante la crisis asiática, no pudieron protegerla de una costosa y sistémica crisis bancaria causada sobre todo por los enormes préstamos otorgados a empresas estatales ineficientes y en bancarrota.

[5] La gráfica XIII.1 no refleja de manera cabal la dimensión del actual brote de crisis financieras, pues Irlanda e Islandia (ambas en medio de una crisis bancaria al momento de escribir esto) no forman parte de nuestra muestra básica de 66 países.

[6] El índice aparece descrito en Robert Shiller (2005) y en los últimos años se ha publicado mensualmente junto con el de Standard & Poor's (como se indica en su página electrónica: www.standardandpoors.com). El índice Case-Shiller se basa en la reventa de las mismas casas y por lo tanto es muy probable que sea un indicador más preciso del movimiento de los precios en comparación con los índices basados en el total de las ventas. Desde luego, el índice presenta sin embargo varias limitantes (por ejemplo está restringido a las grandes áreas metropolitanas). A pesar de ello goza de amplio reconocimiento como el indicador más preciso sobre los cambios en el precio de la vivienda en los Estados Unidos.

[7] El índice Case-Shiller parece retratar una historia bastante plausible del precio de la vivienda. Sin embargo, cabe aclarar que al construir las series tuvimos que suponer varias cosas con el fin de interpolar los datos faltantes para algunos intervalos, en particular antes de la segunda Guerra Mundial.

[8] En esencia, la balanza en cuenta corriente es una versión ampliada de la balanza comercial (importaciones menos exportaciones), de modo que tengan cabida los ingresos por inversión. Cabe notar que la cuenta corriente representa el total de los flujos crediticios, públicos y privados, desde el exterior. No es, pues, lo mismo que el déficit del gobierno. Un gobierno muy bien puede tener un déficit fiscal y no obstante registrar un superávit en cuenta corriente gracias a los ahorros privados.

[9] Greenspan (2007).

[10] *Economist Magazine*, "The O'Neill Doctrine", página editorial, 25 de abril de 2002.

[11] Bernanke (2005).

[12] Véase Philippon (2007).

[13] La titularización de hipotecas comprende el agrupamiento y empaquetamiento de fondos hipotecarios con el fin de transformar préstamos individuales altamente idiosincrásicos en productos más estandarizados. Así las cosas, mientras las últimas innovaciones financieras guiaran la cuenta corriente de los Estados Unidos, no había de qué preocuparse, o al menos eso es lo que aseguraban los principales reguladores financieros del país.

[14] Véanse Obstfeld y Rogoff (2001, 2005, 2007).

[15] Obstfeld y Rogoff (2001).

[16] Roubini y Setser (2004).

[17] Krugman (2007). Wile E. Coyote (en la versión española Rufo el Coyote) es el desdichado personaje de El Correcaminos, la caricatura creada por Chuck Jones. Invariablemente fracasan todos sus ardides para atrapar al Correcaminos, y cada vez que sale disparado más allá de un precipicio hay un instante o dos antes de que caiga en la cuenta de que nada hay bajo sus pies.

[18] Véase Obstfeld y Rogoff (2009) para una discusión más detallada de la literatura sobre el tema. Véase asimismo Wolf (2008).

[19] Dooley *et al*. (2004a, 2004b).

[20] Cooper (2005).

[21] Hausmann y Sturzenegger (2007).

[22] Curcuru *et al*. (2008) sostienen que la hipótesis de la “materia oscura” no concuerda con los datos.

[23] Véase Bernanke y Gertler (2001).

[24] Bordo y Jeanne (2002) y Banco de Pagos Internacionales (2005).

[25] Véase Rolnick (2004).

[26] La primera vez que hablamos de las enormes similitudes entre la crisis hipotecaria de 2007 y otras crisis financieras profundas fue en Reinhart y Rogoff (2008b), disponible inicialmente en diciembre de 2007. Al momento de escribir esto, desde luego, los hechos confirman de manera contundente esa lectura. Entre nuestras fuentes se encuentran Caprio y Klingebiel (1996 y 2003), Kaminsky y Reinhart (1999) y Caprio *et al*. (2005).

[27] Más adelante revisamos algunas estadísticas alternativas para medir la profundidad de estas crisis financieras. Ahí sostenemos que el parámetro tradicional (los costos fiscales de una purga bancaria) es muy limitado.

[28] Véanse, por ejemplo, Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998), y Kaminsky y Reinhart (1999).

[29] En el caso de los Estados Unidos, como se indicó al comienzo de este capítulo, el precio de la vivienda se ha determinado con base en el índice Case-Shiller. El Banco de Pagos Internacionales ha facilitado el resto de la información; ésta aparece descrita en Gregory D. Sutton (2002). Por supuesto, los datos a escala mundial sobre el precio de la vivienda presentan varios problemas. Por lo general no cubren un periodo tan amplio como para establecer comparaciones más detalladas entre varios ciclos económicos. Sin embargo, es plausible pensar que capturan nuestra principal variable de interés: la caída de los precios desde el nivel más alto al más bajo, incluso cuando quizá exageren la duración de la caída dada su lentitud para registrar cambios en los precios de los mercados subyacentes.

[30] Para los Estados Unidos, el índice es Standard & Poor’s 500.

[31] De acuerdo con Reinhart y Reinhart (2009), entre 2005 y 2007 el episodio estadunidense es equiparable a una “bonanza en el flujo de capital” (es decir, un periodo de espectaculares flujos de capital fuera de lo normal, o lo que es lo mismo, de créditos del exterior por encima del promedio).

[32] En principio, la acumulación de deuda pública real se determina a partir del aumento en la deuda pública nominal ajustada de acuerdo con el alza que supone la inflación en los precios.

[33] Véanse las conclusiones de Reinhart y Reinhart (2008), quienes consideran estos cambios en las tasas de interés y el tipo de cambio como anomalías en el caso de los Estados Unidos, pues el país es demasiado grande como para irse a la quiebra.

XIV. LAS SECUELAS DE UNA CRISIS FINANCIERA

EN EL capítulo anterior presentamos un análisis histórico donde se compara el periodo previo a la crisis hipotecaria de los Estados Unidos, en 2007, con los antecedentes de otras crisis bancarias en economías avanzadas después de la segunda Guerra Mundial. Ahí mostramos que, en el caso de los Estados Unidos, los indicadores estándar (entre ellos la inflación en el precio de los activos, un elevado apalancamiento, grandes déficits en cuenta corriente y una desaceleración del crecimiento económico) exhibían prácticamente todos los síntomas de un país a punto de una crisis financiera, de hecho, una muy profunda. En este capítulo desarrollamos un análisis comparativo similar centrado en las secuelas de las crisis bancarias sistémicas. Desde luego, conforme se vayan desenvolviendo los sucesos, los efectos de la crisis estadunidense pueden resultar mejores o peores respecto a los parámetros aquí fijados. Sin embargo, creemos que nuestro acercamiento es valioso por sí mismo, dado que los tradicionales modelos macroeconómicos, calibrados para periodos de crecimiento estadísticamente "normales", pueden ser poco útiles cuando se trata de analizar las fuertes sacudidas que están afectando a la economía de los Estados Unidos y del mundo al momento de escribir este libro.

En el capítulo anterior decidimos no extender el marco de comparación a los mercados emergentes con el fin de evitar una hipérbole. Después de todo, los Estados Unidos son un centro financiero mundial sumamente complejo. ¿Qué pueden tener en común las economías avanzadas y los mercados emergentes cuando se trata de crisis bancarias? En realidad, como se mostró en el capítulo X, los antecedentes y las secuelas de una crisis bancaria en ambos tipos de países presentan un asombroso número de similitudes. En términos generales, comparten patrones parecidos en el precio de la vivienda y las acciones, desempleo, ingresos públicos y deuda. Más todavía, históricamente la frecuencia o incidencia de las crisis no difiere demasiado, aun si las comparaciones se limitaran al periodo posterior a la segunda Guerra Mundial (siempre y cuando se tome en cuenta la actual crisis financiera). Por lo tanto, con el fin de ampliar nuestro principal marco comparativo, en este capítulo dedicado a las secuelas de las crisis financieras profundas hemos incluido algunos casos recientes de los mercados emergentes.[1]

En términos generales, las crisis financieras son eventos de larga duración. La mayoría de las veces, sus secuelas se caracterizan por tres cosas:

- *Primero*, el colapso del mercado de activos es profundo y prolongado. Los declives en el precio real de la vivienda promedian 35% y se extienden hasta seis años, mientras que el precio de las acciones cae en promedio 56% a través de una fase de contracción de unos tres años y medio.

- *Segundo*, los efectos de una crisis bancaria se asocian con fuertes caídas en el empleo y la producción. La tasa de desempleo se eleva unos siete puntos porcentuales en promedio durante la fase descendente del ciclo, el cual se extiende en promedio por más de cuatro años. La producción cae (desde su nivel más alto al más bajo) más de 9% en promedio, si bien la fase de contracción tiene una duración mucho menor, alrededor de dos años en promedio, que la del desempleo.[2]
- *Tercero*, como se señaló antes, el monto de la deuda pública tiende a dispararse: en los principales episodios posteriores a la segunda Guerra Mundial se elevó 86% en promedio (en términos reales, en comparación con la deuda anterior a la crisis). Como se discutió en el capítulo X (y como lo reiteramos aquí), la causa fundamental de estas explosiones de deuda no son, contra lo que normalmente se piensa, los costos que supone rescatar y recapitalizar el sistema bancario. Es cierto que determinar los costos de un rescate no es sencillo, y que las discrepancias que presentan las estimaciones de los diversos estudios son considerables. Sin embargo, incluso el valor aproximado de la cota superior palidece al lado del incremento real que puede establecerse para la deuda pública. De hecho, el mayor causante de la acumulación de deuda es el inevitable colapso en los ingresos fiscales que los gobiernos padecen como resultado de una contracción profunda y prolongada en la producción. Muchos países sufren además una escalada en la carga de intereses sobre la deuda, pues las tasas de interés se van por las nubes y, en algunos casos (notablemente el de Japón en la década de 1990), los esfuerzos en materia de política fiscal para revertir el ciclo negativo no hacen sino incrementar la deuda. (Vale la pena notar lo difícil que puede ser calibrar las diferencias en la política fiscal correctiva de cada nación, pues algunos países, por ejemplo, los nórdicos, poseen poderosos estabilizadores fiscales automáticos en la forma de elevadas tasas tributarias marginales y generosos beneficios por desempleo, mientras que otros, por ejemplo los Estados Unidos y Japón, cuentan con estabilizadores automáticos mucho más frágiles.)

Hacia el final del capítulo revisaremos algunos parámetros cuantitativos de la época de la Gran Depresión, la última gran crisis financiera antes de la actual. La magnitud y la duración de la caída en la actividad económica fueron espectaculares, incluso si se comparan con las crisis más profundas de la posguerra. En promedio, a cada país le tomó alrededor de 10 años alcanzar el mismo nivel de producción per cápita que tenía en 1929. En los primeros tres años de la Depresión, el desempleo se elevó en promedio 16.9 puntos porcentuales en los 15 países más importantes de nuestra muestra.

EPISODIOS HISTÓRICOS, UNA RECONSIDERACIÓN

En el capítulo anterior incluimos todas las crisis bancarias más importantes de la posguerra en el mundo desarrollado (un total de 18) y prestamos particular atención a las llamadas "cinco grandes" crisis (España, 1977; Noruega, 1987; Finlandia, 1991; Suecia,

1991, y Japón, 1992). Por lo dicho en ese capítulo, así como por la evolución de la crisis financiera estadunidense de 2007, resulta de suyo evidente que esta última presenta las características, bajo cualquier parámetro, de una crisis profunda del tipo de las "cinco grandes". Por consiguiente, en este capítulo nos centraremos únicamente en crisis financieras sistémicas, entre ellas las "cinco grandes" de los países desarrollados más algunos episodios famosos en los mercados emergentes: las crisis asiáticas de 1997-1998 (en Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia); la de Colombia en 1998, y el colapso argentino en 2001. En este caso disponemos de todos o la mayoría de los datos esenciales para establecer una comparación cuantitativa valiosa, cubriendo las variables más relevantes, como el mercado bursátil, el mercado inmobiliario, el desempleo, el crecimiento y otros indicadores. Fundamental para nuestro análisis es la información histórica sobre el precio de la vivienda, que puede ser difícil de obtener y es crítica para evaluar el episodio más reciente.[3] En este contexto, hemos incluido un par de casos históricos tempranos, Noruega en 1899 y los Estados Unidos en 1929, pues para ambos contamos con información al respecto.

EL DECLIVE DESPUÉS DE UNA CRISIS: PROFUNDIDAD Y DURACIÓN

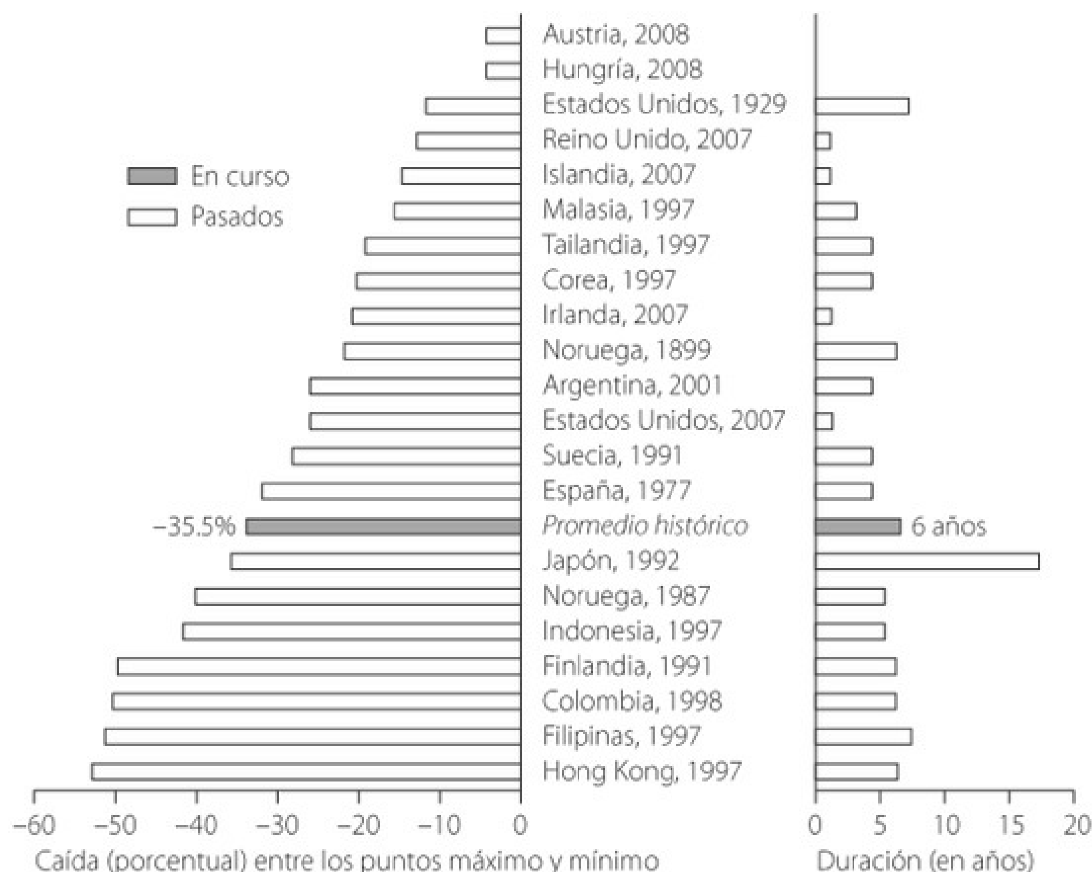
En la gráfica XIV.1, basada en la misma información del cuadro X.8, examinamos de nuevo la fase de contracción en los ciclos del precio de la vivienda asociados con las crisis bancarias en nuestra base de datos ampliada. Hemos incorporado varios países que vivieron una crisis después de 2007. Las barras con el sombreado oscuro corresponden a estas últimas crisis, mientras que las barras con el sombreado claro a las crisis pasadas. El declive acumulativo del precio real de la vivienda desde su nivel máximo al mínimo es de 35.5% en promedio.[4] Finlandia, Colombia, Filipinas y Hong Kong experimentaron las caídas más pronunciadas en el precio de la vivienda. Entre el punto máximo y el mínimo, estos derrumbes equivalieron a 50-60%. Mientras escribimos esto, la caída para el reciente episodio en los Estados Unidos (casi 28% en términos reales hasta finales de 2008, de acuerdo con el índice Case-Shiller) equivale ya a dos veces la registrada durante la Gran Depresión.

Sobresale el hecho de que la duración de los descensos en el precio de la vivienda ha sido bastante prolongada, con un promedio de alrededor de seis años. Incluso si se excluye el caso excepcional de Japón (con sus 17 años consecutivos de caídas en el precio real de la vivienda), el promedio sigue siendo superior a cinco años. Como se muestra en la gráfica XIV.2, los descensos en el precio de las acciones que acompañan a una crisis bancaria son bastante más pronunciados que los de la vivienda, si bien se extienden por menos tiempo. La menor duración en la contracción del mercado accionario, en comparación con los precios reales del sector inmobiliario, quizá no sea una sorpresa dado que el precio de las acciones es mucho menos inercial. El descenso histórico del precio de las acciones ha sido de 55.9% en promedio, mientras que la fase de contracción ha durado 3.4 años en promedio. A finales de 2008, Islandia y Austria ya habían experimentado caídas en el precio de las acciones que excedían el promedio

histórico de nuestra muestra.

En la gráfica XIV.3 comparamos el aumento en la tasa de desempleo para el mismo grupo de países y durante el mismo periodo. (Puesto que la tasa de desempleo es clasificada como un indicador tardío, no hemos tomado en cuenta la crisis más reciente, si bien apuntamos que la tasa de desempleo en los Estados Unidos ya se ha elevado alrededor de cinco puntos porcentuales a partir de su valor inferior de casi 4%.) En promedio, el desempleo se eleva durante casi cinco años, con un incremento en la tasa correspondiente de alrededor de siete puntos porcentuales. Si bien ninguno de los episodios de la posguerra rivaliza con el alza de más de 20 puntos porcentuales que los Estados Unidos experimentaron durante la Gran Depresión, no hay duda de que las repercusiones que tienen las crisis bancarias sobre el empleo son realmente mayúsculas en muchos casos. En el caso de los mercados emergentes es posible que las estadísticas oficiales subestimen el problema.

GRÁFICA XIV.1. *Ciclos del precio real de la vivienda (en curso y pasados) y crisis bancarias*

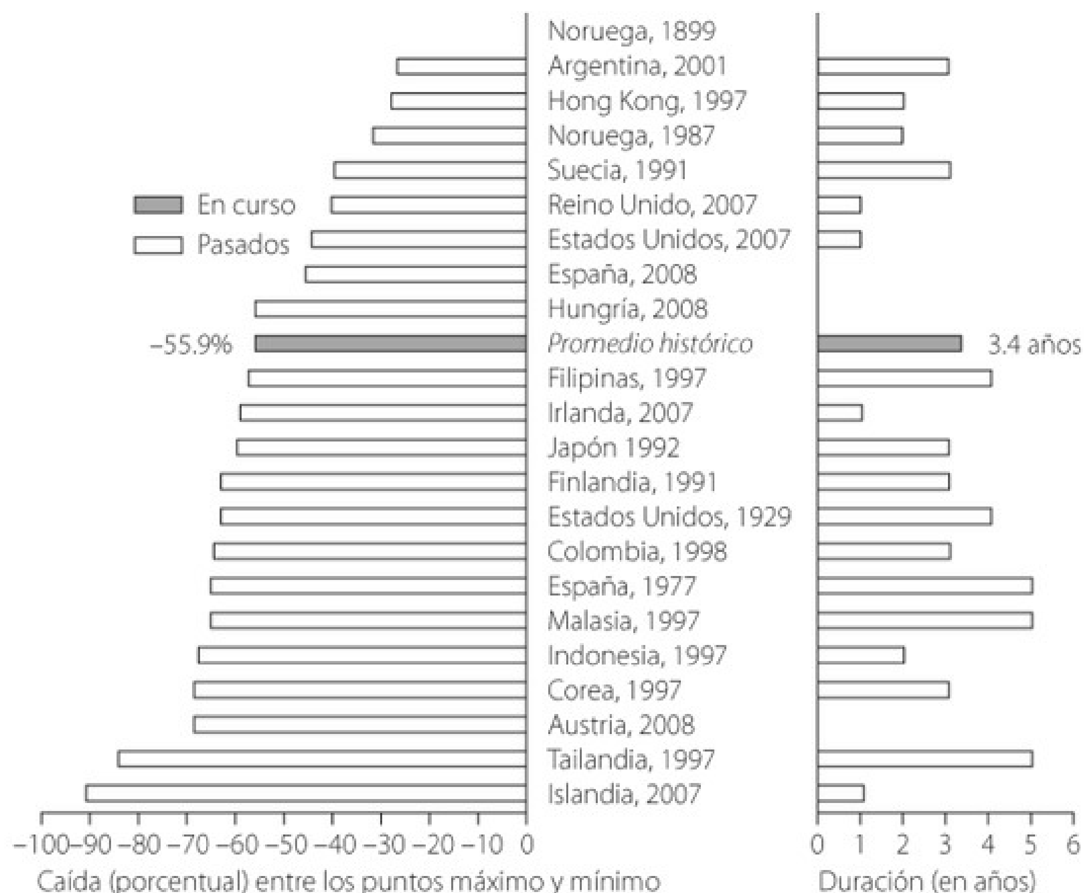


NOTA: Cada episodio de crisis bancaria aparece identificado por país y año de inicio. Se incluyen únicamente crisis bancarias profundas (sistémicas), sujetas a limitaciones en la información. La media histórica que se ofrece no comprende los episodios en curso. En el caso de estos últimos, las estimaciones se basan en información que cubre hasta las siguientes fechas: Islandia e Irlanda, hasta octubre de 2008, mensual; Hungría, hasta 2007, anual; el resto de los países, hasta el tercer trimestre de 2008, trimestral. Se han empleado los índices de precio al consumidor con el fin de deflactar el precio nominal de la vivienda.

FUENTES: Apéndices A.1 y A.2, así como las fuentes ahí citadas.

Es interesante, como lo revela la gráfica XIV.3, que cuando se trata de crisis bancarias los mercados emergentes, en especial los asiáticos, parecen hacer mejor las cosas en términos de desempleo que las economías avanzadas. (Hay una excepción: la profunda recesión que Colombia padeció en 1998.) Aunque son bien conocidos los problemas que existen para comparar los datos sobre desempleo de los diferentes países,[5] el desempeño relativamente pobre de los países avanzados sugiere la posibilidad de que una mayor (esto es, a la baja) flexibilidad salarial en los mercados emergentes pueda ayudar a proteger el empleo durante periodos de profundo estrés económico. Es posible además que las lagunas en el sistema de protección social de los mercados emergentes, en comparación con los países industrializados, haga que los trabajadores se preocupen más por no perder su empleo.

GRÁFICA XIV.2. *Ciclos del precio real de las acciones (en curso y pasados) y crisis bancarias*

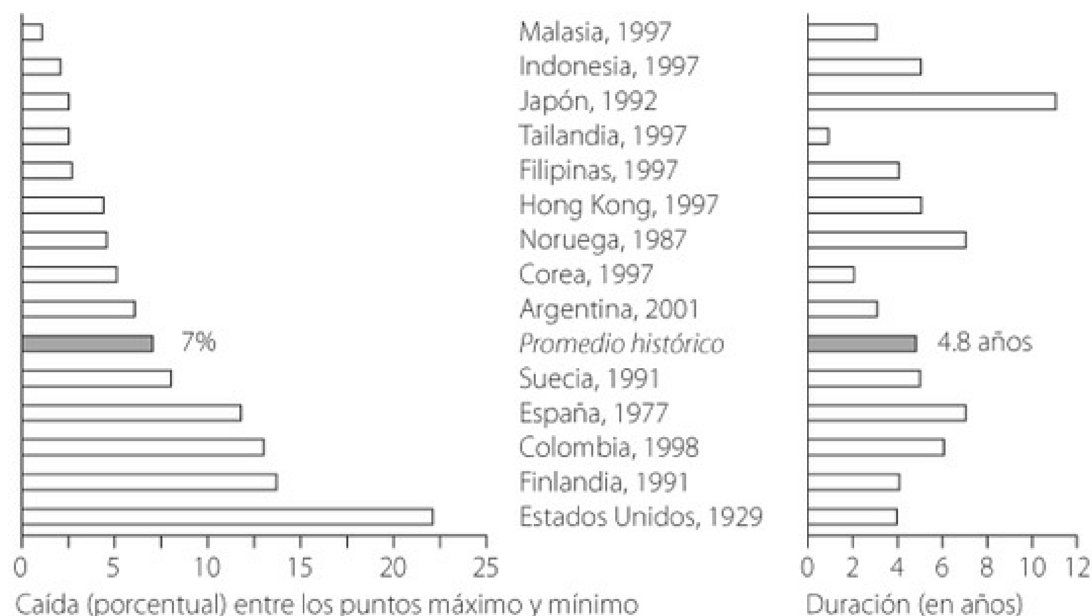


NOTA: Cada episodio de crisis bancaria aparece identificado por país y año de inicio. Se incluyen únicamente crisis bancarias profundas (sistémicas), sujetas a limitaciones en la información. La media histórica que se ofrece no comprende los episodios en curso. En el caso de estos últimos las estimaciones se basan en información hasta el 2 de diciembre de 2008. Se han empleado los índices de precio al consumidor con el fin de deflactar el precio nominal de la vivienda.

FUENTES: Apéndices A.1 y A.2, así como las fuentes ahí citadas.

En la gráfica XIV.4 revisamos los ciclos del PIB real per cápita asociados con fuertes crisis bancarias. La magnitud promedio de las caídas, 9.3%, es contundente. Como se señaló, en el caso del periodo posterior a la segunda Guerra Mundial los declives del PIB real han sido en efecto menores en las economías avanzadas que en los mercados emergentes. Una posible explicación para las fuertes contracciones en los mercados emergentes es que éstos son más propensos a sufrir abruptas reversiones en la disponibilidad de crédito extranjero. Cuando el capital extranjero experimenta un "alto repentino", para usar la expresión que Rudiger Dornbusch y Guillermo Calvo hicieron popular, la actividad económica cae en picada.[6]

GRÁFICA XIV.3. *Ciclos de desempleo (pasados) y crisis bancarias*



NOTA: Cada episodio de crisis bancaria aparece identificado por país y año de inicio. Se incluyen únicamente crisis bancarias profundas (sistémicas), sujetas a limitaciones en la información. La media histórica que se ofrece no comprende los episodios en curso.

FUENTES: OCDE; FMI (varios años), *International Financial Statistics*; Carter *et al.* (2006); diversas fuentes por país, y las estimaciones de los autores.

En comparación con el desempleo, el ciclo del PIB desde su nivel máximo a su nivel mínimo es mucho más breve: apenas dos años. Presumiblemente, ello se debe en parte a que el crecimiento potencial del PIB es positivo y lo que estamos midiendo son sólo cambios absolutos en el ingreso, no interrupciones en la producción. Como sea, las recesiones alrededor de una crisis financiera son inusualmente largas si se les compara con las recesiones normales, cuya duración es casi siempre menor de un año.[7] De hecho, las recesiones de más de un año suelen producirse sólo en economías que necesitan una profunda reestructuración, por ejemplo, Gran Bretaña en la década de 1970 (antes de la llegada de la primera ministra Margaret Thatcher), Suiza en la década de 1990, y Japón después de 1992 (esta última a causa no sólo de un colapso financiero sino debido a la necesidad de reorientar la economía ante el crecimiento de China). Por supuesto, las crisis bancarias por lo general demandan una dolorosa reestructuración del sistema financiero y, en esa medida, constituyen un ejemplo notable de este principio general.

GRÁFICA XIV.4. *Ciclos del PIB real per cápita (pasados) y crisis bancarias*



NOTA: Cada episodio de crisis bancaria aparece identificado por país y año de inicio. Se incluyen únicamente crisis bancarias profundas (sistémicas), sujetas a limitaciones en la información. La media histórica que se ofrece no comprende los episodios en curso. El PIB total en millones de dólares Geary-Khamis para 1990 (esto es, con base en la paridad del poder adquisitivo) se ha dividido entre la población al 1° de julio del año correspondiente.

FUENTES: Total Economy Database (TED), Carter *et al.* (2006) y las estimaciones de los autores.

EL LEGADO FISCAL DE LAS CRISIS

Caídas en el ingreso y mayores egresos como resultado de los costos del rescate, así como pagos de transferencia más altos y el servicio de la deuda, conducen a un rápido y significativo empeoramiento del equilibrio fiscal. A este respecto destacan los episodios de Finlandia y Suecia: esta última pasó de un superávit de casi 4% del PIB antes de la crisis a un increíble déficit de 15% respecto al PIB. Véase el cuadro XIV.1.

La gráfica XIV.5 muestra el incremento en la deuda real del gobierno en los tres años posteriores a una crisis bancaria. El deterioro de las finanzas públicas es asombroso, con un aumento en la deuda de más de 86% en promedio. En este caso, el cálculo se basa en información más o menos reciente (extraída de las últimas décadas). Sin embargo, recuérdese que en el capítulo X aprovechamos los datos históricos sobre deuda interna apenas descubiertos a fin de mostrar que por más de un siglo la acumulación de deuda pública ha sido uno de los rasgos característicos del periodo que sigue a una crisis bancaria. Examinamos el aumento porcentual de la deuda, y no de la deuda respecto al PIB, porque en ocasiones una caída abrupta en la producción puede hacer difícil la interpretación del porcentaje de deuda respecto al PIB. Ya lo hemos subrayado pero vale la pena repetirlo aquí: es sobre todo una fuerte caída en los ingresos tributarios, producto de las profundas recesiones que suelen acompañar a las crisis financieras graves, lo que determina la típica acumulación de grandes cantidades de deuda pública. En la mayoría

de los casos, los tan pregonados costos de un rescate bancario han tenido un impacto hasta cierto punto secundario sobre el incremento de la deuda después de una crisis.

CUADRO XIV.1. *Déficits fiscales (balance del gobierno central) expresados como un porcentaje del PIB*

País y año de la crisis	*Un año antes de la crisis*	*Máximo (año)*	*Aumento o reducción (−) en el déficit fiscal*
Argentina, 2001	−2.4	−11.9 (2002)	9.5
Chile, 1980	4.8	−3.2 (1985)	8.0
Colombia, 1998	−3.6	−7.4 (1999)	3.8
Finlandia, 1991	1.0	−10.8 (1994)	11.8
Indonesia, 1997	2.1	−3.7 (2001)	5.8
Japón, 1992	−0.7	−8.7 (1999)	9.4
Corea, 1997	0.0	−4.8 (1998)	4.8
Malasia, 1997	0.7	−5.8 (2000)	6.5
México, 1994	0.3	−2.3 (1998)	2.6
Noruega, 1987	5.7	−2.5 (1992)	7.9
España, 1977[a]	−3.9	−3.1 (1977)	−0.8
Suecia, 1991	3.8	−11.6 (1993)	15.4
Tailandia, 1997	2.3	−3.5 (1999)	5.8

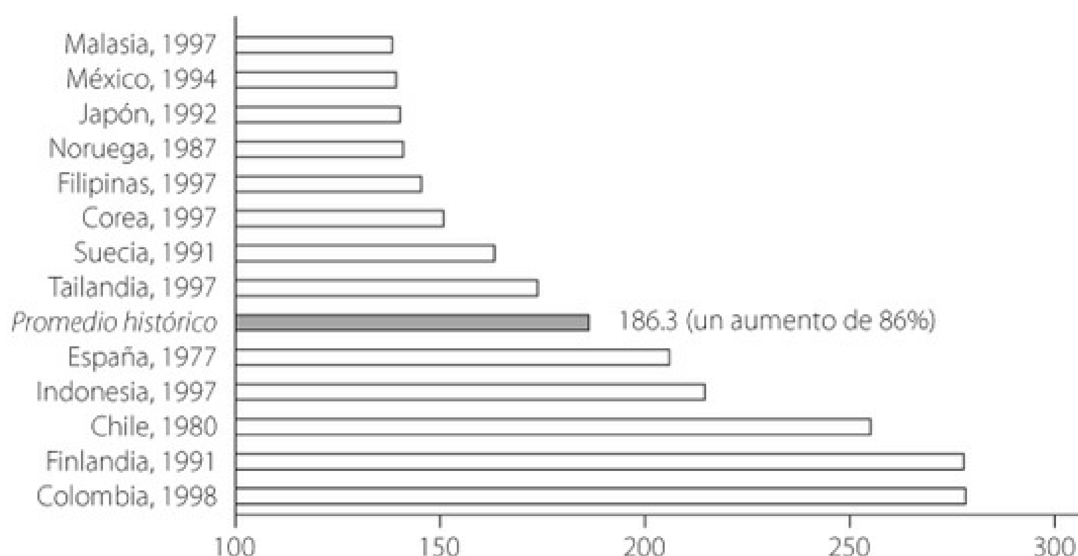
[a] Como se observa en la gráfica XIV.4, España fue el único país de la muestra que presentó un aumento (moderado) en el crecimiento de su PIB per cápita durante el periodo posterior a la crisis.

FUENTES: FMI (varios años), *Government Financial Statistics* y *World Economic Outlook*, y las estimaciones de los autores.

RIESGO SOBERANO

Como se muestra en la gráfica XIV.6, el impago soberano, la reestructuración de la deuda y/o una situación cercana a un impago (es decir, cuando éste logra evitarse gracias a un paquete internacional de rescate) han sido aspectos integrales de las crisis financieras que muchos mercados emergentes han experimentado. Por lo tanto, no es una sorpresa que en medio de una crisis estos países vean descender su calificación crediticia. Sin embargo, las economías avanzadas no salen ilesas. En el caso de Finlandia, la calificación de riesgo soberano pasó de 79 a 69 en un lapso de tres años, calificación similar a la de algunos mercados emergentes. También Japón ha visto caer su calificación en varias ocasiones de acuerdo con las agencias más reconocidas.

GRÁFICA XIV.5. *Incremento acumulativo de la deuda pública real en los tres años posteriores a crisis bancarias del pasado*



NOTA: Cada episodio de crisis bancaria aparece identificado por país y año de inicio. Se incluyen únicamente crisis bancarias profundas (sistémicas), sujetas a limitaciones en la información. La media histórica que se ofrece no comprende los episodios en curso. Éstos se han omitido por completo porque comenzaron en 2007 o después, y aquí se compara el monto de la deuda con lo sucedido tres años después del inicio de la crisis bancaria. La deuda pública ha sido indexada de modo que equivalga a 100 en el año de la crisis.

FUENTES: Apéndices A.1 y A.2, así como las fuentes ahí citadas.

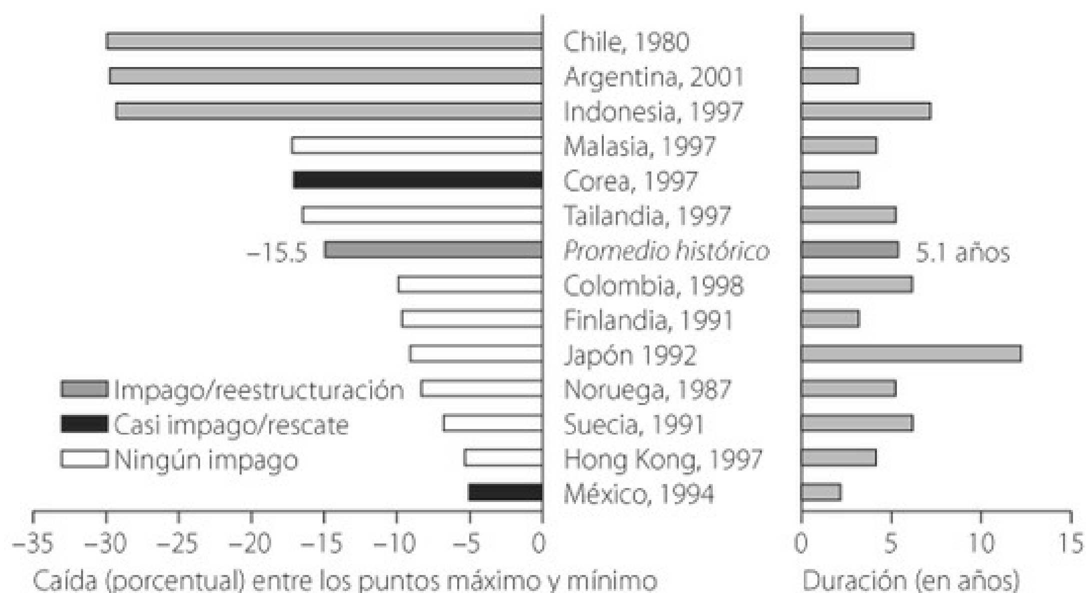
LA PRIMERA GRAN CONTRACCIÓN DE LOS AÑOS TREINTA: ALGUNAS COMPARACIONES

Hasta aquí nuestro parámetro comparativo han sido las crisis financieras de la posguerra. Las similitudes cuantitativas entre éstas y la reciente crisis estadunidense, al menos durante sus fases preliminar e inicial, son sorprendentes. Sin embargo, en varios sentidos la gravedad de la segunda Gran Contracción es superior a la de otras crisis de la muestra, pues su alcance es global, mientras que aquéllas fueron episodios nacionales o, en el peor de los casos, regionales. Desde luego, como veremos con más detalle en el capítulo XVII, las autoridades reaccionaron de manera un tanto dubitativa en la década de 1930, lo que también puede explicar la duración y el impacto de la Gran Depresión. De cualquier modo, debido a la honda incertidumbre que pesa sobre el curso que puede tomar en el futuro la actual crisis (la segunda Gran Contracción), nos parece útil revisar el testimonio de la primera Gran Contracción.

La gráfica XIV.7 compara las crisis de los años treinta con las profundas crisis posteriores a la segunda Guerra Mundial en términos de la duración en años de la caída en la producción desde su nivel máximo al mínimo. El panel superior presenta las crisis de la posguerra, en este caso 14 en total: Colombia, Argentina, Tailandia, Indonesia, Suecia, Noruega, México, Filipinas, Malasia, Japón, Finlandia, España, Hong Kong y Corea. El panel inferior presenta 14 crisis asociadas con la Gran Depresión, a saber, las de Argentina, Chile, México, Canadá, Austria, Francia, Estados Unidos, Indonesia,

Polonia, Brasil, Alemania, Rumania, Italia y Japón.

GRÁFICA XIV.6. *Ciclos de las calificaciones soberanas* (Institutional Investor) *y crisis bancarias*



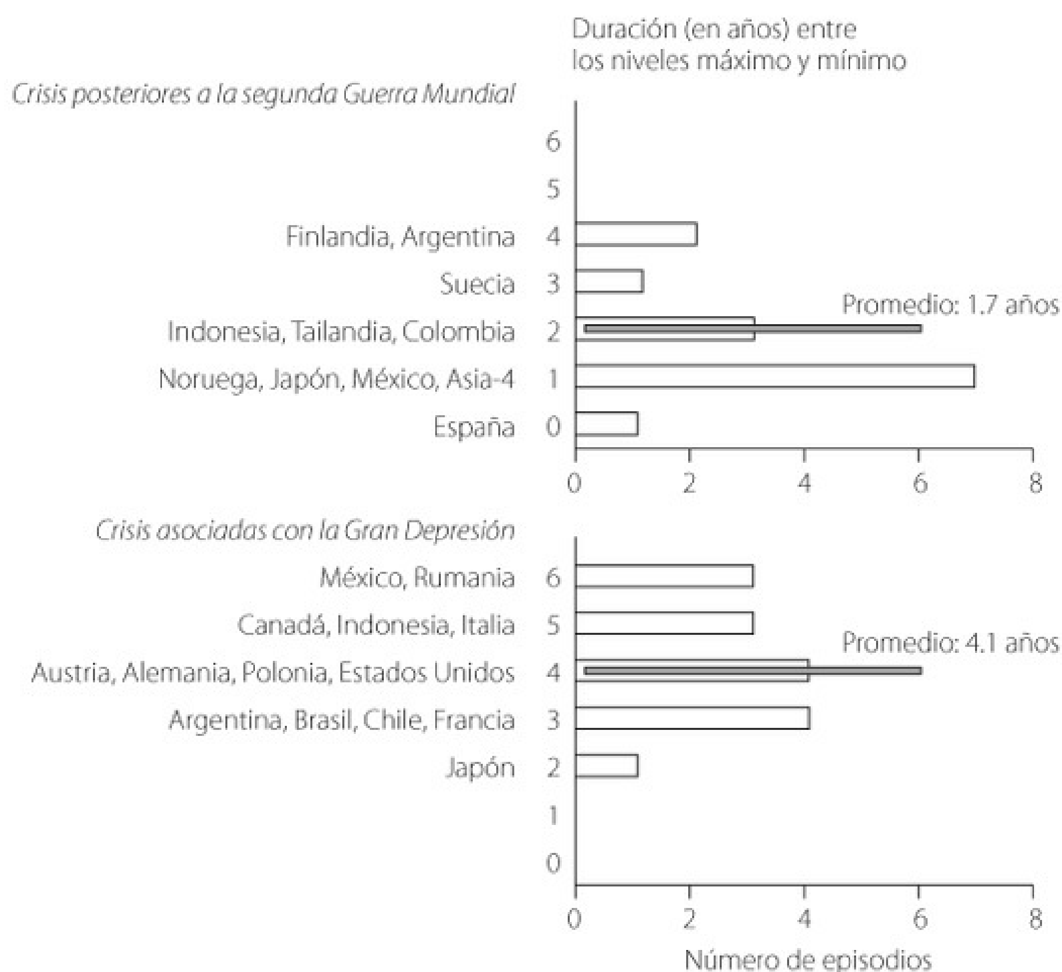
NOTA: La escala de calificaciones del *Institutional Investor* comprende de 0 a 100; la calificación asciende conforme a la solvencia crediticia.
FUENTES: *Institutional Investor* (varios años) y las estimaciones de los autores.

Cada una de las dos mitades de la gráfica forma un histograma vertical. El número de años que uno o varios países estuvieron en una situación de crisis se mide sobre el eje vertical. El número de países que experimentaron una crisis de cualquier duración se mide sobre el eje horizontal. En la gráfica puede observarse claramente que las recesiones asociadas con la Gran Depresión se prolongaron por mucho más tiempo que las crisis de la posguerra. Después de la guerra, la caída en la producción entre los niveles máximo y mínimo duró alrededor de 1.7 años en promedio, mientras que la caída más prolongada, de cuatro años, corresponde a Argentina y Finlandia. En cambio, en el caso de la Gran Depresión, varios países, entre ellos los Estados Unidos y Canadá, experimentaron un declive de cuatro años o más, con México y Rumania alcanzando un descenso en la producción de seis años. De hecho, en promedio la caída en la producción se extendió por 4.1 años.[8]

Cabe notar que las medidas estándar sobre impacto y duración de las recesiones no son las mejores para conocer las épicas caídas en la producción que por lo general acompañan a una crisis financiera. Esto se debe en parte a la profundidad del descenso, así como al hecho de que el crecimiento es a veces muy moderado luego de una crisis, a medida que el sistema financiero se restablece. La gráfica XIV.8 ofrece un acercamiento alternativo al medir el número de años que a cada país le tomó que la producción recuperara el mismo nivel que tenía antes de la crisis. Por supuesto, tras una caída pronunciada en la producción, tan sólo volver al punto de partida puede significar un largo periodo de crecimiento. Las dos mitades de la gráfica son contundentes. En el caso

de los episodios de la posguerra, la producción tardó en promedio 4.4 años para recuperar su nivel de antes de la crisis. Japón y Corea fueron capaces de lograrlo en un lapso relativamente más breve: sólo dos años. Por su parte, a Colombia y Argentina les tomó ocho años. Sin embargo, la situación fue todavía peor durante la Depresión, cuando a los países les tomó en promedio 10 años para llevar su producción de vuelta a los niveles que tenía antes de la crisis, en parte porque ninguno de ellos estaba en condiciones de "exportar su camino a la recuperación" a medida que hacía implosión la demanda mundial. La gráfica muestra, por ejemplo, que los Estados Unidos, Francia y Austria necesitaron 10 años para traer la producción de vuelta a su nivel anterior a la Depresión; por su parte, Canadá, México, Chile y Argentina necesitaron 12 años. Por lo tanto, en comparación con las crisis más importantes de la posguerra, la época de la Gran Depresión establece parámetros mucho más aterradores para la posible trayectoria de la reciente crisis financiera.

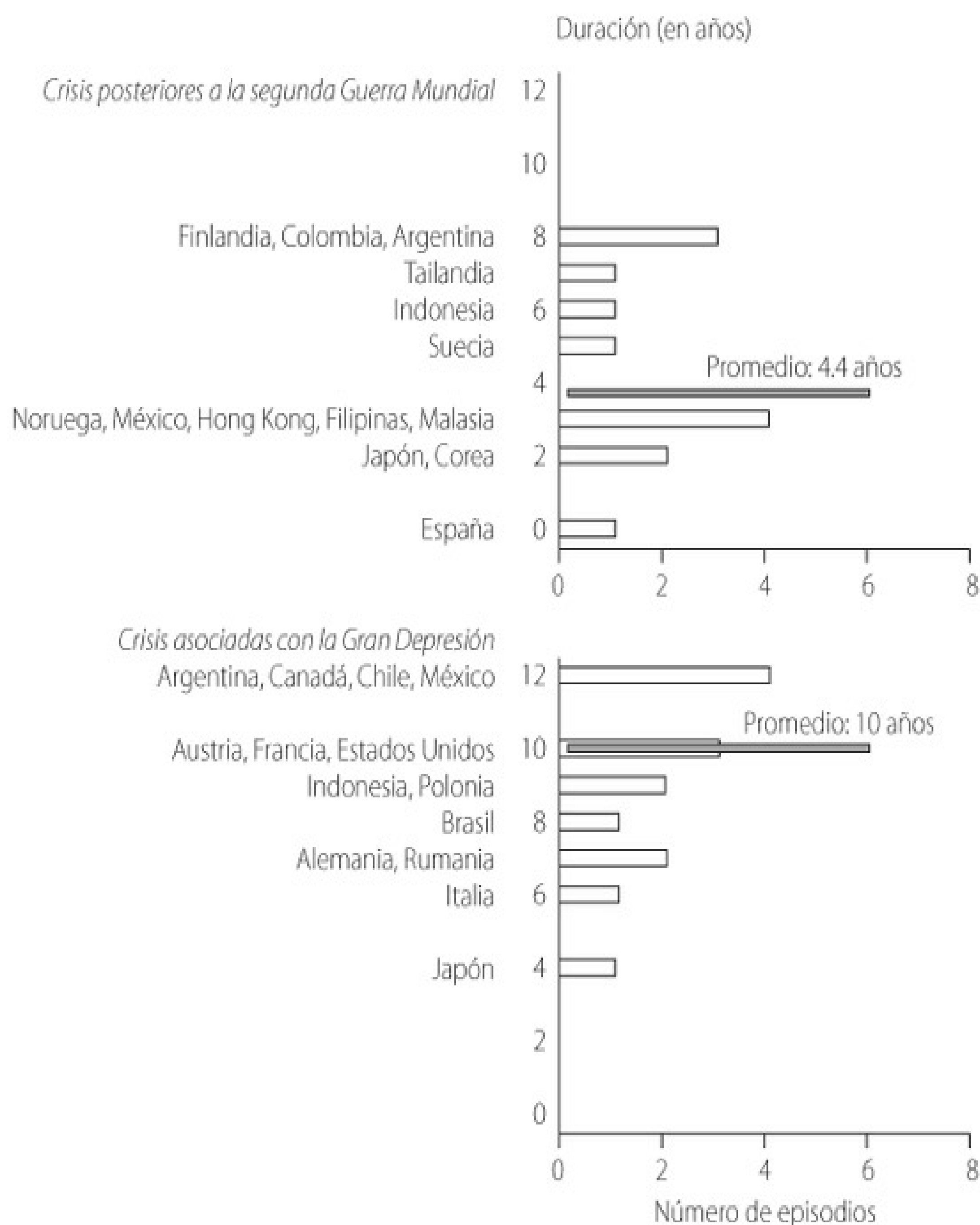
GRÁFICA XIV.7. *Duración de las principales crisis financieras: 14 episodios asociados con la Gran Depresión* versus *14 episodios posteriores a la segunda Guerra Mundial (duración de la caída en términos de la producción per cápita)*



NOTA: Los 14 episodios de la posguerra son España, 1977; Noruega, 1987; Finlandia, 1991; Suecia, 1991; Japón, 1992; México, 1994; Indonesia y Tailandia, 1997; Hong Kong, Corea, Malasia y Filipinas (en la gráfica agrupados bajo el nombre Asia-4), 1997; Colombia, 1998, y Argentina, 2001. Los 14 episodios asociados con la Gran Depresión comprenden 11 crisis bancarias y tres contracciones económicas menos sistémicas pero igualmente devastadoras en Canadá, Chile e Indonesia durante los años treinta. Las 11 crisis bancarias son las de Japón, 1927; Brasil, México y Estados Unidos, en 1929; Francia e Italia, 1930, y Austria, Alemania, Polonia y Rumania, 1931.

FUENTES: Apéndice A.3 y las estimaciones de los autores.

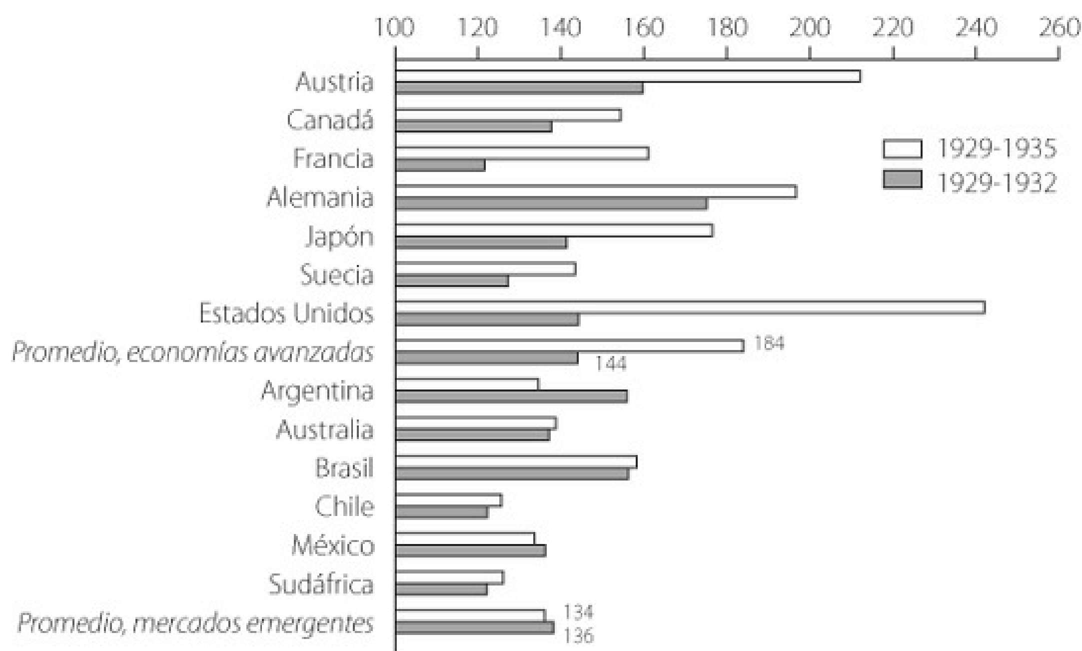
GRÁFICA XIV.8. *Duración de las principales crisis financieras: 14 episodios asociados con la Gran Depresión* versus *14 episodios posteriores a la segunda Guerra Mundial (número de años que tardó la producción per cápita para recuperar su nivel anterior a la crisis)*



NOTA: Los 14 episodios de la posguerra son España, 1977; Noruega, 1987; Finlandia, 1991; Suecia, 1991; Japón, 1992; México, 1994; Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Corea, Malasia y Filipinas, todos en 1997; Colombia, 1998, y Argentina, 2001. Los 14 episodios asociados con la Gran Depresión comprenden 11 crisis bancarias y tres contracciones económicas menos sistémicas pero igualmente devastadoras: en Canadá, Chile e Indonesia. Las 11 crisis bancarias son las de Japón, 1927; Brasil, México y Estados Unidos, todas en 1929; Francia e Italia, 1930, y Austria, Alemania, Polonia y Rumania, 1931. En el caso de la Gran Depresión el nivel anterior a la crisis corresponde a 1929.

FUENTES: Apéndice A.3 y las estimaciones de los autores.

GRÁFICA XIV.9. *Incremento acumulativo de la deuda pública real, tres y seis años después del inicio de la Gran Depresión en 1929: selección de países*



NOTA: Los años iniciales de las crisis bancarias van de 1929 a 1931. Australia y Canadá no tuvieron una crisis bancaria sistémica pero se les ha incluido con fines comparativos en virtud de que ambos sufrieron contracciones económicas profundas y prolongadas. El año 1929 marca el punto más alto en la producción mundial y, en consecuencia, se usa como indicador para el inicio de la Depresión.

FUENTES: Reinhart y Rogoff (2008b) y las fuentes por ellos citadas.

Como veremos en el capítulo XVI, el aumento del desempleo durante la Gran Depresión fue también muy superior al de las crisis financieras posteriores a la segunda Guerra Mundial. En promedio, la tasa de aumento en el desempleo fue de alrededor de 16.8%. En los Estados Unidos, el desempleo se elevó de 3.2 a 24.9 por ciento.

Por último, en la gráfica XIV.9, presentamos la evolución de la deuda pública real durante las crisis asociadas con la Gran Depresión. Llama la atención que la deuda pública se haya elevado a un ritmo más lento como consecuencia de la Depresión que durante las profundas crisis de la posguerra. En el primer caso, la deuda pública real necesitó seis años para llegar a 84% (contra la mitad de tiempo en el caso de las crisis de la posguerra). Hasta cierto punto, esta diferencia refleja lo lenta que fue la respuesta estratégica durante la Gran Depresión. También es notable que la deuda pública en los mercados emergentes no se haya incrementado en las fases finales (de tres a seis años) después de las crisis. Para entonces algunos de estos mercados ya habían incurrido en un impago (de ambas deudas, externa e interna); otros quizá sufrieron el tipo de restricciones externas que analizamos en conexión con la intolerancia a la deuda y, en esa medida, tuvieron poca capacidad para financiar déficits presupuestarios.

CONSIDERACIONES FINALES

Un análisis de las secuelas de las graves crisis financieras de la posguerra muestra que éstas han tenido un impacto profundo y duradero en el precio de los activos, la producción y el empleo. El aumento en el desempleo y las caídas en el precio de la vivienda se han prolongado por cinco y seis años, respectivamente. La deuda pública real se ha incrementado 86% en promedio luego de tres años.

¿Cuál es la relevancia de los parámetros históricos al momento de evaluar la trayectoria de una crisis como la más reciente, la segunda Gran Contracción? Por un lado, puede decirse que hoy en día las autoridades cuentan con marcos más flexibles en política monetaria, gracias sobre todo a un régimen cambiario menos rígido a escala mundial; asimismo, algunos bancos centrales tuvieron una capacidad inmediata de reacción, actitud que brilló por su ausencia en la década de 1930 o en la reciente experiencia japonesa. Por el otro, sería de sabios no jactarse demasiado de que somos más inteligentes que nuestros predecesores. Hace apenas unos años, mucha gente habría asegurado que las mejoras en la ingeniería financiera habían logrado controlar de manera significativa el ciclo económico y limitar el riesgo de un contagio financiero. Además, como vimos en la última sección de este capítulo, las crisis asociadas con la Gran Depresión fueron mucho más traumáticas que las crisis de la posguerra, incluso las más profundas. En el caso de la Depresión, los países en situación de crisis tardaron 10 años en promedio para recuperar el PIB real per cápita que tenían antes de la crisis. Aun así, en el caso de las crisis de la posguerra hablamos de cuatro años y medio para que la producción volviera a su nivel anterior a la crisis (aunque el crecimiento se ha recuperado en un periodo más corto, de cualquier modo a la economía le ha tomado tiempo regresar a su punto de partida).

Lo que sabemos a ciencia cierta es que luego del comienzo de la actual crisis, en 2007, el precio de los activos y otras variables estándar usadas como indicadores de una crisis sufrieron un revés, tanto en los Estados Unidos como en otras partes, en la misma dirección que la historia ha sentado como precedente. Es verdad que los mercados bursátiles han recuperado un poco su estabilidad, pero esto no se aleja en modo alguno de la experiencia histórica (hecho ya subrayado en el capítulo X): una recuperación con un perfil en forma de V en el precio de las acciones es mucho más común que una en el precio de la vivienda o el empleo. En términos generales, el análisis de este capítulo en torno a los efectos que una crisis tiene sobre el desempleo, la producción y la deuda pública proporciona un aleccionador punto de referencia cuantitativo para apreciar cuán profundamente puede calar una crisis financiera. De hecho, nuestras comparaciones históricas para el periodo de la posguerra se basaron principalmente en episodios de carácter individual o regional. La naturaleza global de la actual crisis ha provocado que los países enfrenten mayores problemas y conflictos para recuperar el crecimiento mediante un incremento en las exportaciones o para suavizar los efectos en el consumo mediante créditos del exterior. Como se señaló en el capítulo X, la experiencia histórica nos sugiere que el breve receso de impagos externos, a partir de 2002, corre el peligro de tener un final abrupto. Si bien es cierto que el programa del FMI encaminado a cuadruplicar sus recursos así como la flexibilización de las condiciones para obtener

préstamos de este organismo podrían significar que el siguiente ciclo de impagos se despliegue en cámara lenta, al final el desastre podría ser mayúsculo si el propio FMI se mete en serios problemas de endeudamiento. Por lo demás, como lo hemos repetido en varias ocasiones, el número de impagos en los mercados emergentes tiende a elevarse de manera significativa tan pronto como varios países experimentan, al mismo tiempo, una crisis bancaria interna.

[1] Las comparaciones incluyen asimismo dos episodios anteriores a la guerra ocurridas en los países desarrollados para los que contamos con información sobre el precio de la vivienda y otros detalles importantes.

[2] Para ser precisos, los niveles máximo y mínimo han sido determinados con base en series individuales. Las fechas para ambos niveles son las más próximas a la fecha de la crisis y se refieren al máximo y mínimo local (y no global), en concordancia con el tratamiento similar propuesto inicialmente por Burns y Mitchell (1946) en su estudio clásico sobre los ciclos económicos en los Estados Unidos. Entonces, por ejemplo, en el caso de los precios de las acciones en Japón, el nivel mínimo corresponde el punto más bajo en el país en 1995, aun cuando la posterior recuperación del mercado bursátil dejó los precios muy por debajo de su nivel máximo antes de la crisis (y de que subsecuentes simas vieron caer los precios a niveles todavía más bajos).

[3] En el capítulo X revisamos las crisis financieras de 66 países a lo largo de dos siglos, subrayando los enormes paralelos entre los mercados emergentes y los países en vías de desarrollo. Entre esos paralelos se encuentra, por ejemplo, la acumulación casi universal de deuda pública.

[4] La media histórica (en la gráfica con el sombreado más oscuro) no comprende las crisis en curso.

[5] En especial el "subempleo", tan extendido en muchos mercados emergentes, así como el enorme mercado informal, no aparecen reflejados por completo en las estadísticas oficiales sobre desempleo.

[6] De nuevo, véanse Calvo (1998) y Dornbusch *et al*. (1995).

[7] Véase Fondo Monetario Internacional (varios años), *World Economic Outlook*, abril de 2002, cap. 3.

[8] Eichengreen y O'Rourke (2009) presentan otras comparaciones y paralelos interesantes con la Gran Depresión.

XV. LAS DIMENSIONES GLOBALES DE LA CRISIS HIPOTECARIA DE ALTO RIESGO: ¿LOS EFECTOS DEL CONTAGIO O FUNDAMENTALES COMUNES?

EN LOS dos capítulos anteriores subrayamos las similitudes que hay entre la más reciente crisis financiera (la segunda Gran Contracción) y crisis previas, en especial cuando se las aprecia desde la perspectiva de los Estados Unidos como su epicentro. Por supuesto, la crisis de finales de la última década presenta algunas diferencias importantes respecto a otras crisis posteriores a la segunda Guerra Mundial, en particular la furia con la que se propagó la recesión por todo el globo a partir del cuarto trimestre de 2008. El "alto repentino" del financiamiento global se extendió rápidamente a los negocios pequeños y medianos de todo el mundo, mientras que las grandes empresas pudieron obtener financiamiento a un costo mucho más alto que antaño. Del mismo modo, los gobiernos de los mercados emergentes han estado sometidos a una enorme presión, si bien hacia mediados de 2009 los diferenciales de crédito soberano se habían reducido de manera sustancial como resultado del gigantesco apoyo que los países ricos le brindaron al Fondo Monetario Internacional (FMI), como se mencionó en el capítulo anterior.[1]

¿Cómo se transforma una crisis local o regional en una global? En este capítulo ponemos de relieve la gran diferencia que hay entre una transmisión internacional producto de sacudidas comunes (por ejemplo, el colapso del *boom* informático en 2001 o el del precio de la vivienda en la reciente crisis) y una transmisión causada por mecanismos que en realidad son el resultado de una pandemia que se propaga desde el epicentro de la crisis.

En lo que sigue proporcionamos una selección de ejemplos históricos de crisis financieras que se propagaron rápidamente a través de las fronteras de muchos países. Asimismo ofrecemos algunas razones para entender los factores que aumentan la posibilidad de que una crisis de naturaleza más bien local se transforme de pronto en un contagio. Usamos estos episodios como puntos de referencia para revisar las crisis bancarias por racimo en varios países, las cuales llaman sobremanera la atención en el caso de la reciente crisis global, caracterizada tanto por choques comunes como por vínculos entre países. Después, en el capítulo XVI, desarrollaremos un índice sobre la profundidad de las crisis financieras; éste nos permitirá establecer parámetros para ambos tipos de crisis: regionales y globales.

TIPOS DE CONTAGIO

Para definir un contagio hemos establecido dos tipos: el derrame "a fuego lento" y el tipo de combustión acelerada que produce una transmisión inmediata a través de las fronteras

y cuyos efectos son “rápidos y violentos”, en la expresión de Kaminsky, Reinhart y Végh. Al respecto, éstos abundan:

> Llamamos contagio al episodio que tiene efectos considerables e *inmediatos* en varios países, es decir, cuando las consecuencias son *rápidas y violentas*, y se despliegan en cuestión de horas o días. La reacción “rápida y violenta” contrasta con aquellos casos en los que las primeras reacciones a escala mundial son más bien tímidas. Ahora bien, el desarrollo gradual y prolongado de este tipo de reacciones no está exento de crear un efecto acumulado de graves implicaciones económicas. Llamamos *derrames* a estos episodios graduales. Nuestra definición provisional de contagio tampoco comprende *de suyo* los choques externos *comunes*, por ejemplo un cambio en las tasas de interés mundiales o en el precio del petróleo.[2]

Completamos esta clasificación señalando que los choques comunes no tienen por qué ser todos externos. Esta acotación tiene particular importancia en relación con el reciente episodio. Los países pueden compartir variables macroeconómicas “internas”, por ejemplo burbujas inmobiliarias, bonanzas en el flujo de capital y un mayor apalancamiento privado y/o público, entre muchas otras.

SELECCIÓN DE EPISODIOS TEMPRANOS

Tanto Bordo y Murshid como Neal y Weidenmier han señalado que la interdependencia de las crisis bancarias en diversos países fue también común entre 1880 y 1913, periodo de gran movilidad internacional de capitales bajo el patrón oro.[3] En el cuadro XV.1 revisamos un intervalo de tiempo más amplio que se extiende a todo el siglo XX y aun los primeros años del XXI. El cuadro enlista los años en los que se produjeron crisis por racimos (el apéndice A.3 ofrece mayores detalles sobre las fechas para cada país).[4] La famosa crisis del banco Barings en 1890 (que afectó a Argentina y al Reino Unido antes de propagarse a otras partes) parece haber sido el primer episodio de una crisis bancaria mundial en racimo. A éste siguió el pánico de 1907, nacido en los Estados Unidos desde donde se propagó rápidamente a otras economías avanzadas (en particular Dinamarca, Francia, Italia, Japón y Suecia). Estos episodios constituyen referencias válidas para los contagios financieros del periodo moderno.[5]

Desde luego, cualquier contagio bancario anterior a la segunda Guerra Mundial palidece frente a la Gran Depresión, la cual también fue testigo de un sinnúmero de impagos simultáneos de deuda soberana externa e interna.

FUNDAMENTALES COMUNES Y LA SEGUNDA GRAN CONTRACCIÓN

La coyuntura de elementos alrededor de la reciente crisis pone de manifiesto los dos vehículos de contagio: vínculos transfronterizos y choques comunes. Sin duda, la crisis financiera de 2007 en los Estados Unidos se propagó hacia otros mercados mediante vínculos directos. Por ejemplo, las instituciones financieras de Alemania y Japón (y algunas otras en sitios tan lejanos como Kazakstán) buscaron rendimientos más atractivos en el mercado de las hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos, quizá

debido a que las oportunidades para obtener beneficios en el sector inmobiliario local eran limitadas, en el mejor de los casos, y nulas, en el peor. En efecto, tras lo sucedido, quedó claro que muchas instituciones financieras fuera de los Estados Unidos estuvieron altamente expuestas al mercado hipotecario de este país.[6] Éste es un vehículo tradicional de transmisión o contagio; a través suyo una crisis en un país se extiende cruzando fronteras. En el actual contexto, sin embargo, esta forma de contagio o "derramamiento" representa tan sólo un aspecto del problema.

Que muchos otros países estuvieran pasando por apuros económicos al mismo tiempo que los Estados Unidos también contribuyó de manera significativa a que varios de los aspectos que definieron la antesala de la crisis estadunidense se presentaran asimismo en otras economías avanzadas. Sobresalen dos de esos aspectos. En primer lugar, varios países en Europa y en otras latitudes (por ejemplo, Islandia y Nueva Zelanda) tuvieron burbujas inmobiliarias hechas en casa (gráfica XV.1). En segundo lugar, los Estados Unidos no fueron el único país que acumuló grandes déficits en cuenta corriente y que vivió una "bonanza" sostenida en el flujo de capital, como se mostró en el capítulo X. Bulgaria, Islandia, Irlanda, Letonia, Nueva Zelanda, España y el Reino Unido, entre otros países, importaron grandes cantidades de capital del extranjero, incentivando el *boom* crediticio y el precio de los activos.[7]

CUADRO XV.1. *Crisis bancarias mundiales de 1890-2008: ¿contagio o fundamentales comunes?*

Años en que se produjo la crisis bancaria en racimo	*Países afectados*	*Observaciones*
1890-1891	Argentina, Brasil, Chile, Portugal, Reino Unido y Estados Unidos.	Argentina incurrió en un impago, desatando el pánico en todos sus bancos (véase Della Paolera y Taylor, 2001); el banco Barings se fue a la quiebra.
1907-1908	Chile, Dinamarca, Francia, Italia, Japón, México, Suecia y Estados Unidos.	Una caída en el precio del cobre minó la solvencia de un fideicomiso (un semi-banco) neoyorquino.
1914	Argentina, Bélgica, Brasil, Francia, la India, Italia, Japón, Holanda, Noruega, Reino Unido y Estados Unidos.	Estalla la primera Guerra Mundial.
1929-1931	Economías avanzadas: Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Portugal, España, Suecia y Estados Unidos. Mercados emergentes: Argentina, Brasil, China, la India y México.	El precio real de las materias primas se desplomó en 51% durante 1928-1931. La tasa de interés real se elevó casi 13% en los Estados Unidos.
1981-1982	Mercados emergentes: Argentina, Chile, Colombia, el Congo, Ecuador, Egipto, Ghana, México, Filipinas, Turquía y Uruguay.	Entre 1979 y 1982 el precio real de las materias primas se derrumbó alrededor de 40%. La tasa de interés real en los Estados Unidos se elevó a alrededor de 6%, su valor más alto desde 1933. Dio inicio una década completa de crisis de deuda en los mercados emergentes.

1987-1988	Varios países pequeños, la mayoría de bajos ingresos; la crisis golpeó con fuerza sobre todo al África subsahariana.	Estos años marcaron el final de la crisis de deuda que se extendió por casi una década.
1991-1992	Economías avanzadas: República Checa, Finlandia, Grecia, Japón y Suecia. Otros países: Argelia, Brasil, Egipto, Georgia, Hungría, Polonia, Rumania y Eslovaquia.	En Japón y los países nórdicos estallaron las burbujas en el precio de la vivienda y las acciones; varias economías en transición tuvieron que hacer frente a la liberalización y la estabilización.
1994-1995	Argentina, Bolivia, Brasil, Ecuador, México y Paraguay. Otros países: Azerbaiyán, Camerún, Croacia, Lituania y Swazilandia.	El efecto —"tequila"—, provocado por la crisis mexicana, asestó un primer golpe a los flujos de capital hacia los mercados emergentes desde principios de los años noventa.
1997-1999	Asia: Hong Kong, Indonesia, Malasia, Filipinas, Taiwán, Tailandia y Vietnam. Otros países: Brasil, Colombia, Ecuador, El Salvador, República de Mauricio, Rusia, Turquía y Ucrania.	Se produjo un segundo golpe a los flujos de capital hacia los mercados emergentes.
2007 a la fecha	Alemania, Hungría, Islandia, Irlanda, Japón, España, Reino Unido, Estados Unidos y otros países	Estalla la burbuja de las hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos —y otras burbujas inmobiliarias en las economías avanzadas—.

FUENTES: Capítulos I a X de este libro.

Por sí solas, tales tendencias hicieron vulnerables a estos países a los usuales efectos indeseables de una caída en el mercado bursátil o a un revés en el flujo de capital—un "alto repentino" en las palabras de Dornbusch y Calvo—, más allá de lo que pudiera estar sucediendo en los Estados Unidos.

Además del contagio directo vía una exposición a los mercados hipotecarios estadunidenses y las fundamentales comunes que acabamos de ver, existen algunos otros vehículos "tradicionales" de transmisión inherentes a este tipo de episodios, en particular la prevalencia de prestamistas comunes. Por ejemplo, si Hungría experimenta una fuerte

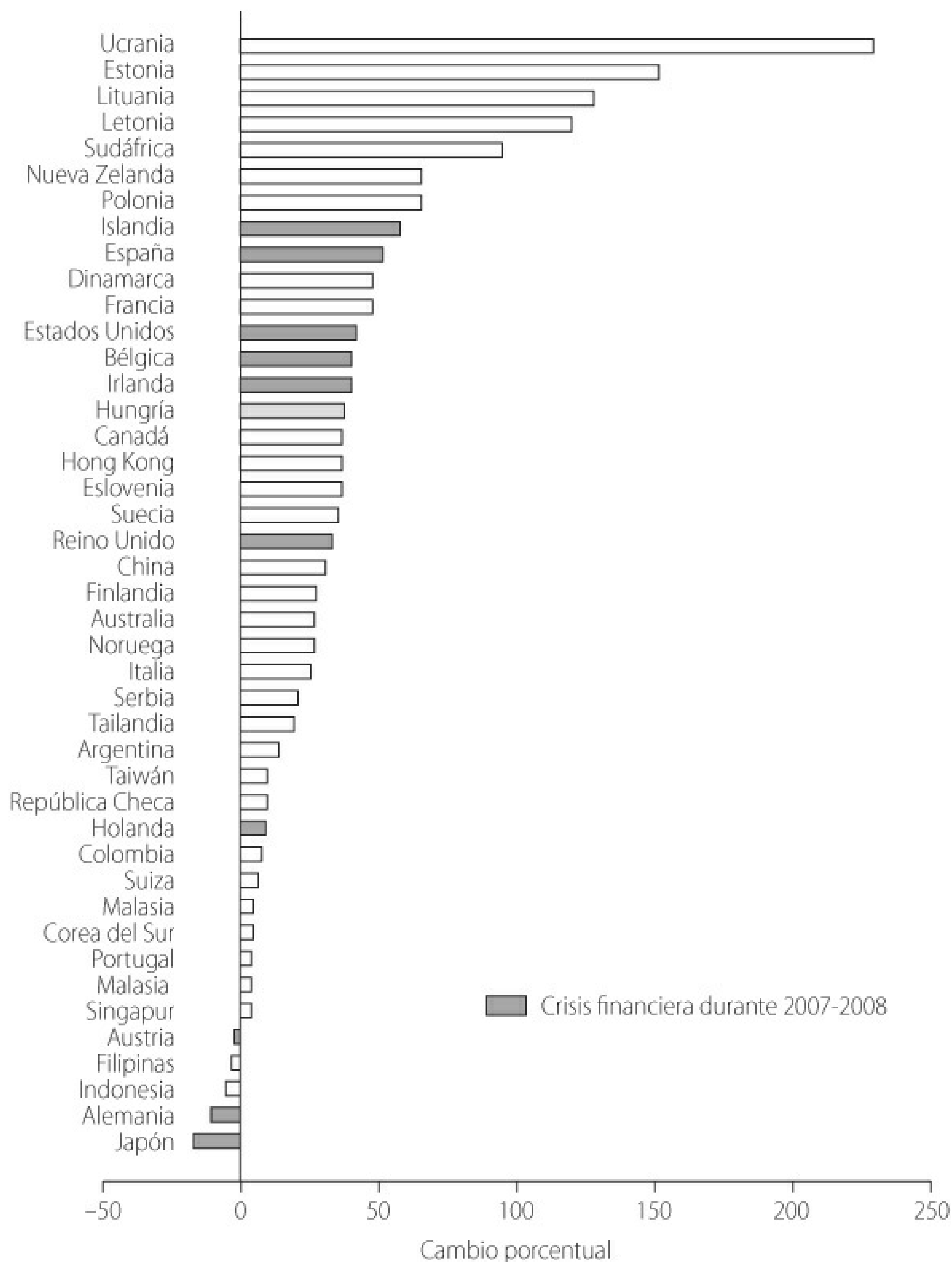
turbulencia económica, el banco austriaco expuesto a ese país restringirá el crédito no sólo a Hungría sino también a aquellas naciones (sobre todo de Europa del Este) a las que venía otorgando créditos desde antes. Esto transmitirá una "sacudida" desde Hungría (a través del prestamista común) a los otros países. Una situación similar se presentó con un prestamista (un banco) común japonés en la transmisión internacional de la crisis asiática de 1997-1998, así como con los bancos estadunidenses durante las crisis latinoamericanas de principios de los años ochenta.

¿Nos aguardan más derrames?

Como se mencionó, por lo general los derrames no se producen conforme al ritmo acelerado asociado con las malas sorpresas y los altos repentinos del mercado financiero. Por lo tanto, suelen no provocar efectos negativos inmediatos sobre los estados de cuenta. Sin embargo, que se desplieguen de manera gradual no significa que su efecto acumulado sea menos grave.

Aunque habían salido más o menos bien libradas en un principio, las economías asiáticas, con su relativa apertura y rápido crecimiento histórico, finalmente fueron golpeadas con fuerza por las recesiones de finales de la década pasada en las economías avanzadas. Las economías de Asia no sólo están más orientadas a la exportación que las de otras regiones, sino que además sus exportaciones consisten sobre todo en bienes manufacturados, lo que hace que la demanda mundial de sus productos, en comparación con la demanda de materias primas, sea altamente elástica respecto al ingreso.

GRÁFICA XV.1. *Cambio porcentual en el precio real de la vivienda (2002-2006)*



NOTA: La información para China cubre el periodo 2003-2006.
FUENTES: Banco de Pagos Internacionales y las fuentes referidas en el Apéndice A.1.

Aunque no tan orientadas a la exportación, las economías de Europa del Este se han visto profundamente afectadas por las recesiones de sus socios comerciales en Occidente. Una observación similar puede hacerse en el caso de México y Centroamérica, países que han expulsado un número elevado de migrantes a los Estados Unidos y muy dependientes de las remesas de esos trabajadores. Economías que dependen más de las materias primas, como las de África y Latinoamérica (así como las naciones productoras de petróleo), resintieron los efectos del debilitamiento global en la demanda a través de una caída abrupta en el precio de los productos básicos desde principios de 2008.

Un elemento clave para determinar la gravedad de los daños que estos derrames producen en los mercados emergentes es la velocidad con la que se recuperan los países del Hemisferio Norte. A medida que se agoten las reservas de divisas (acumuladas en los años de bonanza antes de 2007) y se deterioren las finanzas fiscales, aumentará la presión sobre el servicio de la deuda (pública y privada). Como hemos observado, las grandes crisis financieras son de larga duración. Puesto que el número de impagos soberanos tiende a aumentar después de una crisis financiera global y caídas pronunciadas en el precio de las materias primas a escala mundial, las secuelas de la segunda Gran Contracción bien pueden consistir en un gran número de impagos, reprogramaciones y/o rescates masivos emprendidos por el Fondo Monetario Internacional.

[1] Desde luego, el FMI representa el prestamista global de última instancia por excelencia para los mercados emergentes, quienes suelen pasar enormes apuros para negociar deuda nueva durante una crisis. En virtud de que el 2 de abril de 2009 se acordó cuadriplicar los recursos del FMI, en Londres durante la reunión del Grupo de los 20 (esto es, los jefes de Estado de los países ricos y de los principales mercados emergentes), el temor entre los mercados mundiales ante la posibilidad de un impago ha disminuido de manera considerable. Sin embargo, las garantías del FMI son únicamente para deuda pública, y los márgenes de riesgo en el caso de la deuda privada de los mercados emergentes seguían siendo elevados a mediados de 2009, con un porcentaje al alza de impagos corporativos. Está por verse en qué medida, si así fuera, estos problemas de endeudamiento acabarán afectando a los gobiernos a través de rescates, como ha sucedido con frecuencia en el pasado.

[2] Kaminsky, Reinhart y Végh (2003); cita de la p. 55; las cursivas son nuestras.

[3] Bordo y Murshid (2001) y Neal y Weidenmier (2003). Estos últimos subrayan que aquellos periodos en que un contagio se ha vuelto evidente pueden interpretarse de inmediato como una respuesta a choques comunes, asunto al que volveremos en el contexto de la reciente crisis. Sin embargo, quizá la palabra final respecto a la perspectiva histórica de los contagios financieros la tengan Bordo y Murshid, quienes concluyen que existe poca evidencia que indique que los vínculos entre países sean más estrechos después de una crisis hoy en día que durante el periodo 1880-1913, en el apogeo de la globalización en los mercados financieros por ellos analizados.

[4] El cuadro XV.1 no incluye la incidencia en racimos de otros "tipos" de crisis, por ejemplo la oleada de impagos soberanos de 1825 o las caídas monetarias y degradaciones de las guerras napoleónicas. De nuevo, los índices desarrollados en el cap. XVI nos permitirán aprehender mejor estas familias de crisis ya sea por país o por tipo.

[5] Véanse Neal y Weidenmier (2003) y Reinhart y Rogoff (2008a).

[6] Debido a la opacidad de los estados de cuenta de muchas instituciones financieras en estos países, se desconoce a la fecha el grado real de exposición.

[7] Véase Reinhart y Reinhart (2009) para un listado completo de los episodios de bonanza en el flujo de capital.

XVI. MEDIDAS COMPUESTAS PARA DETERMINAR UNA TURBULENCIA FINANCIERA

A LO LARGO del libro hemos prestado atención a los conglomerados de crisis en varias coyunturas, ya sea entre países o tipos de crisis. Un país que padece una crisis cambiaria pronto puede verse en medio de una crisis bancaria y una inflacionaria, a veces con un impago interno y externo como consecuencia. Las crisis se transmiten además de un país a otro por contagio o por factores comunes, como se discutió en el capítulo anterior.

Sin embargo, hasta ahora no hemos intentado construir un índice cuantitativo que combine las distintas crisis a escala regional o mundial. En la misma línea del tratamiento algorítmico que usamos para delinear crisis financieras individuales, en este capítulo presentaremos varios tipos de índices sobre turbulencia financiera que nos permiten evaluar la profundidad de una crisis a escala nacional, regional y global.

Nuestro índice sobre turbulencia financiera pone de manifiesto datos impactantes. La más reciente crisis global, o lo que nosotros llamamos la segunda Gran Contracción, es a todas luces la única crisis financiera global sucedida después de la segunda Guerra Mundial. Aun si no llegase a evolucionar en una segunda Gran Depresión, como sea supera a cualquier otro episodio turbulento, entre ellos el colapso de Bretton Woods, el primer *shock* petrolero, las crisis de deuda de los años ochenta en los países en vías de desarrollo y la hoy famosa crisis asiática de 1997-1998. La segunda Gran Contracción se caracteriza ya por una crisis bancaria de índole claramente global, así como por una enorme volatilidad en los tipos de cambio de todo el mundo. La sincronía de los colapsos en el sector inmobiliario y del empleo tampoco parece tener precedentes desde la Gran Depresión. Más adelante en este capítulo presentaremos datos poco conocidos sobre la Gran Depresión a fin de sustentar nuestra comparación.

El índice sobre turbulencia financiera que desarrollamos en este capítulo puede además usarse para caracterizar la profundidad de crisis regionales (aquí comparamos la experiencia de varios continentes). El índice muestra lo equivocados que están quienes piensan que en Asia no hay crisis financieras.

Este capítulo no sólo establece un vínculo entre diversas crisis a escala mundial, sino que aborda asimismo el problema de cuántos tipos de crisis dentro de un país guardan un vínculo entre sí. Siguiendo a Kaminsky y Reinhart, examinamos el modo en que las crisis bancarias (a veces de manera latente) suelen conducir a colapsos monetarios, un impago soberano definitivo e inflación.[1]

Por último, concluimos observando que escapar de una crisis global es, por naturaleza, más difícil que escapar de una crisis regional (por ejemplo, la crisis financiera de Asia en 1997-1998). Un lento crecimiento en el resto del mundo reduce la posibilidad de que la demanda externa compense la caída en la demanda interna. Por lo tanto,

parámetros como nuestro índice sobre turbulencia financiera global pueden ayudar a diseñar una respuesta estratégica apropiada.

EL ÍNDICE BMDI: UN ÍNDICE COMPUESTO DE CRISIS

Desarrollamos nuestro índice para medir la profundidad de una crisis como sigue. Desde el primer capítulo definimos cinco variedades de crisis, a saber, impago soberano externo e interno, crisis bancarias, derrumbes monetarios y alta inflación.[2] Nuestro índice compuesto sobre turbulencia financiera simplemente reúne los tipos de crisis que un país puede vivir en determinado momento. Entonces, si un país no sufrió ninguna de estas cinco crisis en cierto año, su índice de turbulencia para ese año sería de cero, mientras que el peor escenario (por ejemplo, Argentina en 2002) tendría un valor de cinco. Asignamos un valor para cada país por cada año. Esto es lo que llamamos el índice BMDI, o, lo que es lo mismo, el índice de crisis bancarias (únicamente episodios sistémicos), monetarias, de deuda (interna y externa) e inflacionarias.

Aunque este procedimiento detecta algunas de las dimensiones compuestas de una crisis, representa una medida parcial en cuanto a su profundidad.[3] Por ejemplo, si la inflación llega a 25% anual (cumpliendo con el umbral en nuestra definición) recibe la misma ponderación en el índice que si llegara a 250%, lo que a todas luces es mucho más grave.[4] El tratamiento binario del impago es similar al de la agencia calificadora Standard & Poor's (S&P), donde los países aparecen clasificados conforme a su situación de impago. El índice S&P (y el nuestro) no toma en cuenta las variables que operan alrededor de una crisis de deuda. Por ejemplo, la reestructuración uruguaya de 2003, la cual fue hasta cierto punto rápida y orientada al mercado, recibe el mismo valor que la crisis de 2001-2002 de su vecina, Argentina, con su interminable impago y los grandes recortes que con éxito fueron impuestos a sus acreedores. A pesar de ello, índices como el de S&P han resultado sumamente útiles con el paso del tiempo debido a que el impago tiende a ser un suceso distinto en cada caso. Del mismo modo, un país que cumple con nuestros indicadores de varios tipos de crisis es casi seguro que esté experimentando una enorme presión financiera y económica.

En aquellos casos donde resultaba viable, hemos agregado al complejo de cinco crisis los derrumbes del mercado bursátil conforme a la tipología de Kindleberger.[5] Éstos se indican por separado. En tales casos el índice va del cero al seis.[6] Si bien el propio Kindleberger no ofrece una definición cuantitativa de *crack* bursátil, Barro y Ursúa han adoptado un parámetro adecuado para definir un colapso en el precio de los activos, el mismo que aquí usamos. Estos autores definen un derrumbe bursátil como un declive acumulativo de 25% o más en el precio real de las acciones.[7] Hemos aplicado su metodología a los 66 países cubiertos en la muestra. Con base en la disponibilidad de información hemos determinado la fecha de inicio para el precio de las acciones, tal como se detalla para cada país en los apéndices. Sobra decir que nuestra muestra de derrumbes bursátiles culmina con una explosión en el gigantesco derrumbe de 2008 que afectó a muchos países. Como sucede con los colapsos en el crecimiento económico,

varios (si no es que la mayoría) de los derrumbes bursátiles han coincidido con los episodios de crisis aquí descritos (capítulos I y XI). Desde luego, la "mayoría" no significa todos. Por ejemplo, el Lunes Negro, en octubre de 1987, no estuvo asociado con ningún otro tipo de crisis. Las falsas señales de alarma en el mercado accionario son, por supuesto, muy comunes. Como atinadamente lo apuntó Samuelson: "El mercado bursátil ha predicho nueve de las últimas cinco recesiones".[8] En efecto, si bien el desplome de los mercados bursátiles del mundo continuó a principios de 2009 (más allá del límite temporal de nuestra base de datos), hacia el segundo trimestre del mismo año éstos experimentaron una significativa recuperación, aunque siguen lejos de alcanzar su nivel anterior a la crisis.

Aparte de las crisis soberanas, existe un par más de dimensiones importantes del impago que nuestro índice no capta de manera directa. En primer lugar están los impagos de deuda familiar, fundamentales en el desarrollo de la saga hipotecaria estadunidense en la forma de las tristemente famosas hipotecas tóxicas. Los impagos familiares no son tratados por separado en nuestro análisis debido a la falta de datos históricos, incluso en el caso de las economías avanzadas. Sin embargo, es muy probable que nuestro indicador de crisis bancarias capte tales episodios. Después de todo, los bancos son la fuente principal de crédito para los hogares, y los grandes impagos familiares (cuando llegan a ocurrir) afectan los estados de cuenta de cualquier banco.

Más problemática es la incidencia de impagos corporativos, por sí solos todo un "tipo de crisis". La omisión plantea menos problemas en aquellos países donde las empresas dependen de los bancos. En tales circunstancias, lo que apenas se señaló para el impago familiar vale para la deuda corporativa. En cuanto a los países con mercados de capital más desarrollados, tal vez valga la pena considerar la propagación del impago corporativo como una variante más de crisis. Como se muestra en la gráfica XVI.1, durante la Gran Depresión los Estados Unidos comenzaron a experimentar un marcado aumento en la incidencia de impagos corporativos mucho antes de que el gobierno incumpliera con sus obligaciones (la abrogación de la cláusula oro en 1934). Sin embargo, cabe notar que los impagos corporativos y las crisis bancarias en realidad guardan un estrecho vínculo, de ahí que sea posible que nuestro índice capte en parte y de manera indirecta dicho fenómeno. En varios episodios, los impagos corporativos han sido además precursores de los impagos o las reprogramaciones de los gobiernos, dada la tendencia de estos últimos a echarse al hombro las deudas del sector privado.

El índice compuesto a escala nacional: un ejemplo

La crisis de Argentina de 2001-2002 ejemplifica el modo en que las crisis pueden llegar a consolidarse mutuamente y empalmarse entre sí. El gobierno incumplió con el pago de todas sus deudas, internas y externas; la banca se paralizó al grado de tomarse unas "vacaciones bancarias" luego de que los depósitos quedaran congelados de manera indefinida; la paridad peso/dólar pasó de uno a más de tres prácticamente de un día para el otro, y los precios pasaron de un descenso (con una tasa de deflación anual de −1%

aproximadamente) a una tasa de inflación de alrededor de 30% (según las conservadoras estimaciones oficiales). Cabría añadir que este episodio corresponde a lo que Barro y Ursúa califican como un colapso del crecimiento (con una caída en el PIB per cápita de alrededor de 20-25%). Además, el precio real de las acciones se derrumbó más de 30%, cumpliendo con la definición de Kindleberger para un *crack* bursátil.

GRÁFICA XVI.1. *Proporción de países con crisis bancarias sistémicas (ponderados en función de su concentración de la riqueza mundial) y tasas de impago corporativo en los Estados Unidos (grado especulativo) en 1919-2008*



NOTA: La muestra comprende a los 66 países enlistados en el cuadro I.1 que se habían convertido en naciones independientes en el periodo indicado. Se usan tres grupos de ponderación respecto al PIB: 1913 pondera el periodo 1800-1913; 1990 el periodo 1914-1990, y finalmente 2003 el periodo 1991-2008. Las entradas para 2007 y 2008 corresponden a crisis en Austria, Bélgica, Alemania, Hungría, Japón, Holanda, España, el Reino Unido y los Estados Unidos. La gráfica presenta una media móvil de tres años.

FUENTES: Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Maddison (2004), Caprio *et al.* (2005), Jácome (2008), *Moody's Magazine* (varios números) y fuentes adicionales referidas en el apéndice A.3, donde se proporcionan asimismo las fechas de las crisis bancarias.

Agregados mundiales y crisis globales

Con el fin de transitar de la experiencia individual a un agregado regional o mundial, hemos usado promedios ponderados para todos los países o para una región en particular. Como se señaló antes, las ponderaciones corresponden a la participación de cada país en la producción mundial. De manera alternativa puede calcularse el promedio total de crisis para un grupo específico de países usando una media simple, no ponderada. Aquí presentaremos ambos cálculos.

Comparaciones históricas

Nuestros índices agregados corresponden a las series temporales para 1900-2008 de las gráfica XVI.2 y XVI.3, respectivamente, para todo el mundo y las economías avanzadas. El

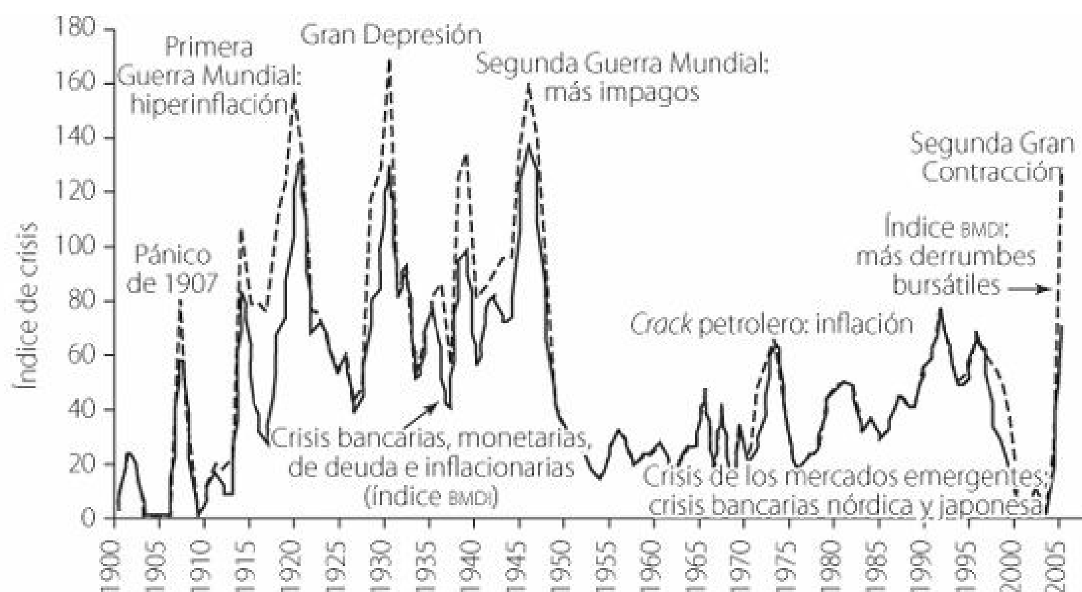
agregado para estas últimas comprende a los 18 países de ingresos altos de nuestra muestra, mientras que el agregado para los mercados emergentes comprende a 48 países de África, Asia, Europa y Latinoamérica. Los índices están ponderados en función de la concentración del PIB mundial, tal como lo hicimos para las crisis de deuda y bancarias.[9] Los índices por país (excluyendo los derrumbes bursátiles) han sido compilados a partir de la fecha de independencia de cada país (si ésta aconteció después de 1800); el índice que incluye los derrumbes del mercado bursátil ha sido determinado con base en la disponibilidad de información.

Mientras que las crisis de inflación y bancarias se remontan a un periodo anterior a la independencia de varios países, por definición las crisis de deuda soberana (interna y externa) no son posibles en un régimen colonialista. Además, las colonias no siempre tuvieron monedas propias. BMDI+ quiere decir el índice BMDI más los derrumbes bursátiles (mostrados por separado).

Las gráficas XVI.2 Y XVI.3 delinean la incidencia, y hasta cierto punto la profundidad, de varios tipos de crisis. Una inspección somera de ambas gráficas pone de relieve la gran diferencia que existe entre los patrones de dichos episodios antes y después de la segunda Guerra Mundial. La diferencia es mucho más tangible en la gráfica XVI.3, donde se presentan los índices para 18 economías avanzadas. La experiencia de la preguerra se caracterizó por crisis frecuentes y profundas, desde el pánico bancario "global" de 1907 hasta las crisis de deuda e inflación asociadas con la segunda Guerra Mundial y sus secuelas.[10]

Por su parte, el periodo de la posguerra presentó algunas rachas de turbulencia: la súbita alta inflación que acompañó a los primeros colapsos petroleros a mediados de la década de 1970; las recesiones asociadas con la reducción de la inflación a principios de los años ochenta; las graves crisis bancarias en los países nórdicos y Japón a principios de los años noventa, y el estallido de la burbuja "puntocom" a principios de este siglo. Sin embargo, estos episodios son poca cosa en comparación con sus correlatos anteriores a la guerra, así como con la contracción global de 2008, la cual no tiene paralelo (por un margen considerable) en estos 60 años y pico desde la segunda Guerra Mundial (gráfica XVI.3). Al igual que sus predecesores antes de la guerra, el episodio de 2008 ha sido profundo en su magnitud y global en su alcance, como lo refleja el gran número de países inmersos en una crisis. Prácticamente en todas partes ha habido colapsos del mercado bursátil. Al estallar las burbujas en el precio de los activos y quedar expuestos los altos niveles de apalancamiento, las crisis bancarias han comenzado a proliferar. Las crisis monetarias asociadas con el dólar estadunidense en las economías avanzadas tuvieron la dimensión y volatilidad de los colapsos en los mercados emergentes.

GRÁFICA XVI.2. *Tipos de crisis: agregado mundial (1900-2008)*

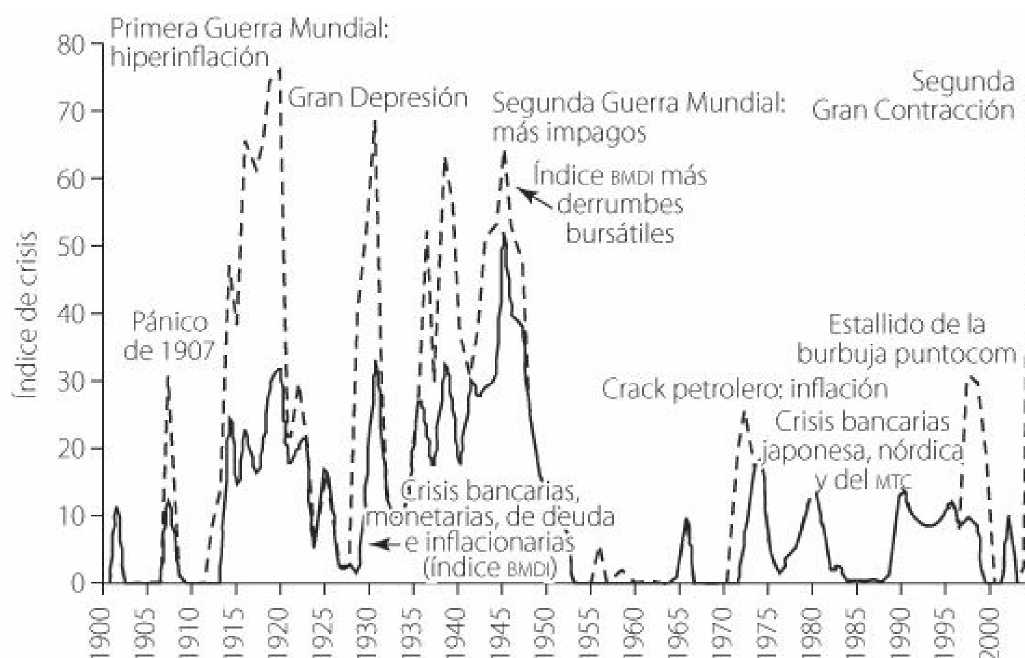


NOTA: La gráfica presenta el índice compuesto BMDI más los derrumbes bursátiles. Los promedios han sido ponderados en función de la participación de cada país en el ingreso mundial. El índice BMDI comprende los valores de cero a cinco (por país y por año), dependiendo de los tipos de crisis que se produzcan en un año en particular. Por ejemplo, en 1998 el índice para Rusia fue cinco, pues por ese entonces el país experimentaba los cinco tipos de crisis. Luego, este índice es ponderado en función de la participación del país en la riqueza mundial. El cálculo es anual para los 66 países de la muestra durante el periodo 1800-2008 (aquí presentado a partir de 1900). De manera adicional adoptamos la definición de "*crack* bursátil" que Barro y Ursúa (2009) usan para los 25 países de su muestra (un subconjunto del grupo de 66 países, excepto por Suiza) durante el periodo 1864-2006. En este caso, nuestro índice compuesto (BMDI+) recoge información actualizada hasta 2008. Por ejemplo, en el caso de los Estados Unidos, el índice establece un valor de dos (crisis bancaria y *crack* bursátil) para 2008, el mismo valor que en el caso de Australia y México (crisis monetaria y *crack* bursátil).

FUENTE: Las estimaciones de los autores.

Hacia la segunda mitad de la década de 1980, un número considerable de estudios académicos, entre ellos las aportaciones de McConnell y Perez-Quiros, y Blanchard y Simon, había dado cuenta de un declive en varios aspectos de la volatilidad macroeconómica, presumiblemente producto de un ambiente mundial de baja inflación. En los Estados Unidos y otras partes se ha dado a este fenómeno el nombre de "Gran Moderación".[11] Sin embargo, las crisis sistémicas y los bajos niveles de volatilidad macroeconómica no marchan de la mano. Como puede apreciarse claramente en los mercados de activos, en especial en el sector inmobiliario, el precio de las acciones y los tipos de cambio, la segunda Gran Contracción, iniciada en 2007, ha traído consigo un pronunciado incremento en la volatilidad. Dicho incremento resulta asimismo evidente en los agregados macroeconómicos, entre ellos los asociados con la producción, el comercio y el empleo. Está por verse cómo evaluarán los economistas la Gran Moderación y sus causas una vez que ceda la crisis.

GRÁFICA XVI.3. *Tipos de crisis: agregado para las economías avanzadas (1900-2008)*



NOTA: La gráfica presenta el índice compuesto BMDI más los derrumbes bursátiles. Los promedios han sido ponderados en función de la participación de cada país en el ingreso mundial. El índice BMDI comprende los valores de cero a cinco (por país y por año), dependiendo de los tipos de crisis que se produzcan en un año en particular. Por ejemplo, en 1947 el índice fue de cuatro en el caso de Japón, país que por entonces experimentaba un colapso monetario, una crisis inflacionaria y un impago de sus dos deudas, interna y externa. Luego, este índice es ponderado en función de la participación del país en la riqueza mundial. El cálculo es anual para las 18 economías avanzadas (incluye Austria pero no Suiza) de la muestra de Reinhart y Rogoff durante el periodo 1800-2008 (aquí presentado a partir de 1900). De manera adicional adoptamos la definición de "*crack* bursátil" que Barro y Ursúa (2009) usan para los 25 países de su muestra (un subconjunto del grupo de 66 países, excepto por Suiza) durante el periodo 1864-2006. En este caso, nuestro índice compuesto (BMDI+) recoge información actualizada hasta 2008. Por ejemplo, en el caso de los Estados Unidos y el Reino Unido el índice establece un valor de dos (crisis bancaria y *crack* bursátil) para 2008, el mismo valor que en el caso de Australia y Noruega (crisis monetaria y *crack* bursátil). Las siglas MTC corresponden a "mecanismo de tipo de cambio" del sistema del euro.

FUENTE: Las estimaciones de los autores.

En el caso de varios mercados emergentes, la Gran Moderación fue un evento transitorio. Después de todo, la crisis de deuda de los años ochenta tuvo un alcance y una gravedad similares a las de los acontecimientos de los años treinta (gráfica XVI.3). La crisis golpeó a África, Asia y Latinoamérica en grados diversos, y a menudo supuso una combinación de impago soberano, inflación crónica y prolongados colapsos bancarios. Una vez que cedió la crisis de la década de 1980, se produjeron nuevas erupciones desde las economías de Europa del Este y la antigua Unión Soviética, a principios de los años noventa. La crisis mexicana de 1994-1995 y sus repercusiones en Latinoamérica, la terrible crisis asiática a partir del verano de 1997 y la profunda crisis rusa de 1998 mantuvieron en vilo a los mercados emergentes. Esta cadena de crisis culminó en el

impago e implosión sin precedentes de Argentina en 2001-2002.[12]

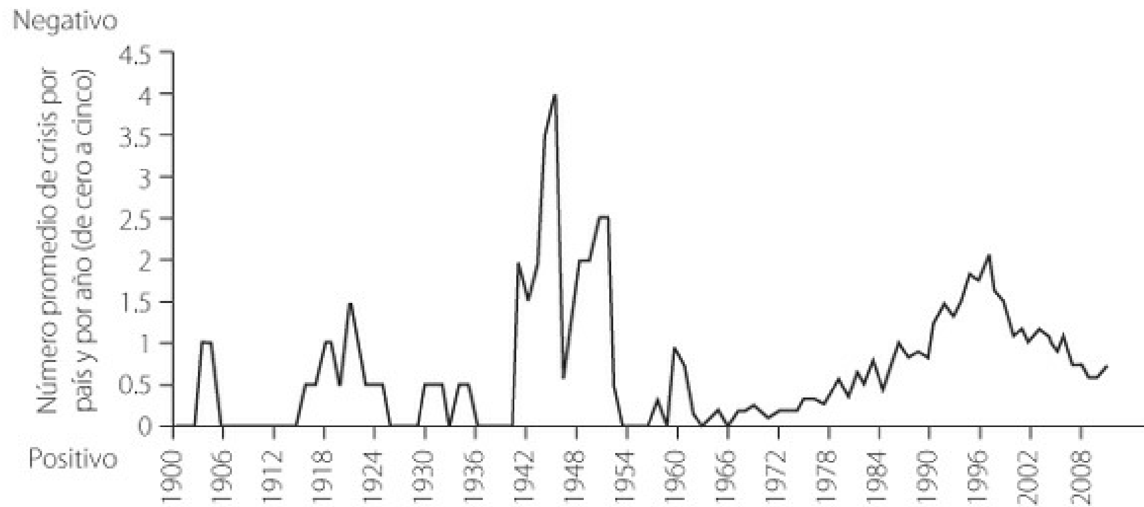
Los mercados emergentes disfrutaron de un breve periodo de tranquilidad e incluso prosperidad hasta que comenzó la crisis en los Estados Unidos, en el verano de 2007, que adquirió dimensiones globales un año después. Entre 2003 y 2007 las condiciones del crecimiento mundial fueron favorables, los precios de los productos básicos mantuvieron su apogeo y hubo bajas tasas de interés, lo que abarató el crédito. Sin embargo, cinco años son muy pocos para comprobar si los argumentos sobre la "Gran Moderación" son válidos para los mercados emergentes. En efecto, los sucesos de los últimos dos años han reavivado la volatilidad casi en todas partes.

Observaciones de carácter regional

A continuación revisamos el perfil regional de las crisis. Las gráficas XVI.2 y XVI.3 presentan promedios ponderados en función del tamaño del país. A fin de evitar que algún país en particular domine los perfiles regionales, en lo que sigue nuestro análisis se centra en los promedios simples no ponderados para África, Asia y Latinoamérica. Las gráficas XVI.4, XVI.5 y XVI.6 presentan el total para Asia y Latinoamérica durante el periodo 1800-2008, así como para los Estados africanos que obtuvieron su independencia después de la segunda Guerra Mundial.

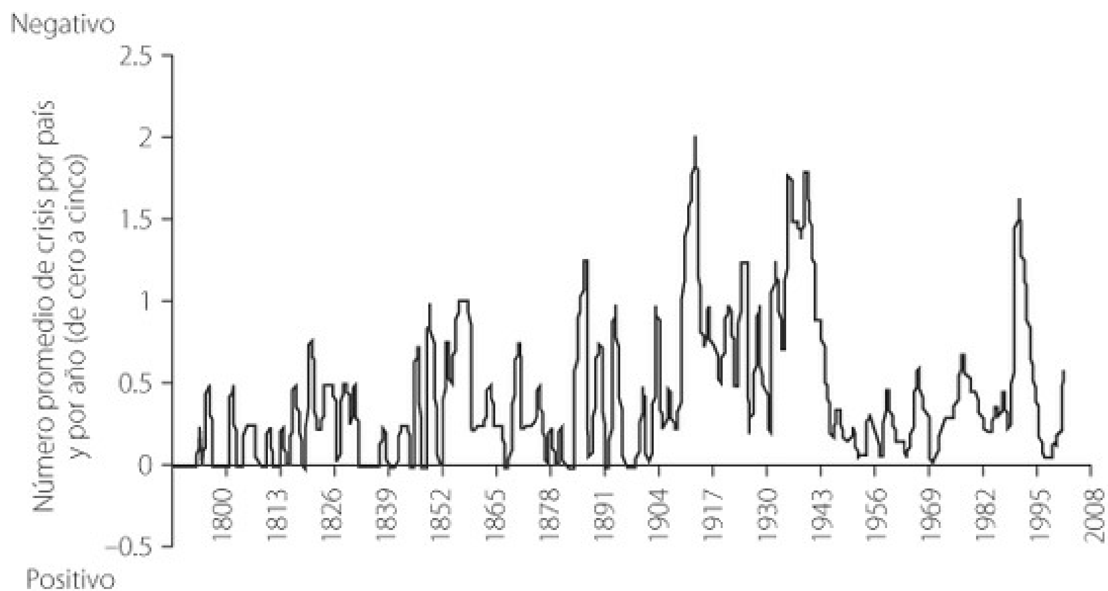
En el caso de África, el índice compuesto de turbulencia financiera en realidad comienza en la década de 1950 (gráfica XVI.4), pues antes de esta fecha sólo Sudáfrica era un Estado soberano. Sin embargo, contamos con una amplia cobertura de precios y tipos de cambio para los años que siguieron a la primera Guerra Mundial, de ahí que hayamos fechado e incluido varias crisis del periodo colonial, no independiente (entre ellas algunas profundas crisis bancarias en Sudáfrica). El índice pasa abruptamente desde un mínimo cercano al cero en la década de 1950 a su nivel máximo en la década de 1980. Los 13 países africanos de la muestra tuvieron, en promedio, dos crisis simultáneas durante los peores años de la década de 1980. En todos los casos, excepto por la República de Mauricio, que jamás ha incurrido en un impago ni en una reestructuración, es probable que las dos crisis hayan correspondido a una combinación de cualquiera de nuestros tipos de crisis. El declive en el número promedio de crisis en los años noventa se debe sobre todo a un declive en la incidencia de crisis de inflación y a la solución que finalmente (aunque después de mucho tiempo) se le dio a la crisis de deuda de la década de 1980.

GRÁFICA XVI.4. *Tipos de crisis: África en 1900-2008*



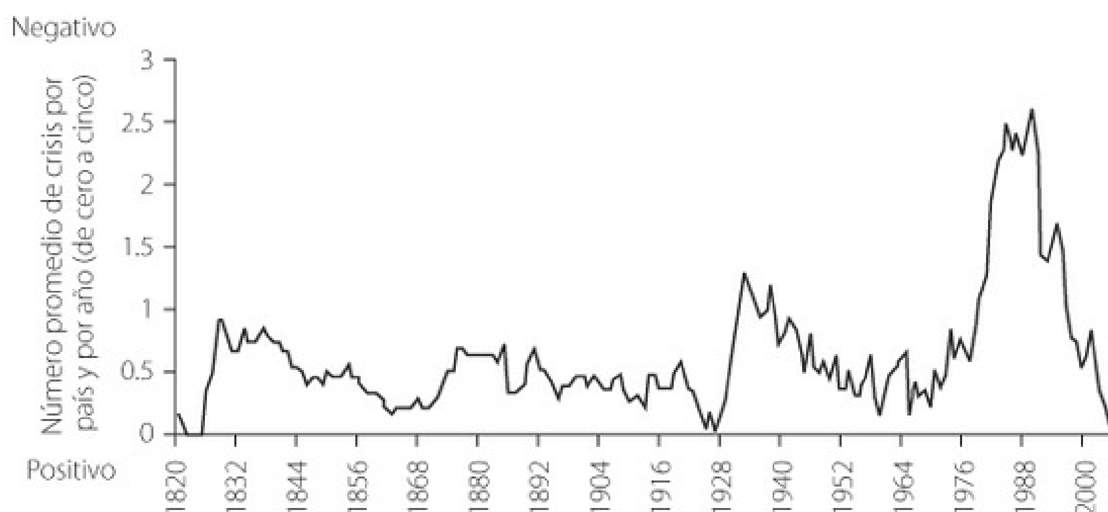
FUENTE: Las estimaciones de los autores con base en las fuentes enlistadas en los apéndices A.1-A.3.

GRÁFICA XVI.5. *Tipos de crisis: Asia en 1800-2008*



FUENTE: Las estimaciones de los autores con base en las fuentes enlistadas en los apéndices A.1-A.3.

GRÁFICA XVI.6. *Tipos de crisis: Latinoamérica en 1800-2008*



NOTA: Las hiperinflaciones de Argentina, Bolivia, Brasil, Nicaragua y Perú incrementan de manera considerable el índice (como se aprecia en el pico para finales de los años ochenta y principios de los noventa), pues todos estos episodios registran una lectura máxima de cinco.

FUENTE: Las estimaciones de los autores con base en las fuentes enlistadas en los apéndices A.1-A.3.

El índice compuesto de turbulencia financiera para el continente asiático (gráfica XVI.5) cubre el periodo 1800-2008, pues China, Japón y Tailandia han sido naciones independientes a lo largo de todos esos años. El resto de los países asiáticos de la muestra se suma al promedio regional inmediatamente después de la segunda Guerra Mundial, cuando alcanzaron su independencia. El perfil para la región confirma la observación que hemos hecho en más de una ocasión: la tesis económica sobre la superioridad de los "tigres asiáticos" o las "economías milagrosas" durante las tres décadas previas a la crisis de 1997-1998 pecó de ingenuidad en términos de la historia local. La región ya había experimentado varias rachas prolongadas de inestabilidad económica de acuerdo con los estándares internacionales de la época. Las crisis más graves se registraron durante el periodo transcurrido entre las dos guerras mundiales. En esa época China sufrió hiperinflación, incurrió en varios impagos, vivió más de una crisis bancaria y tuvo incontables unidades monetarias y conversiones. Japón vivió un sinfín de crisis bancarias, inflacionarias y monetarias que tuvieron como desenlace el impago de su deuda externa durante la segunda Guerra Mundial, el congelamiento de los depósitos bancarios y una situación al borde de la hiperinflación (con una tasa cercana a 600%) hacia el final de la guerra en 1945.

Quizá a Latinoamérica (gráfica XVI.6) le habría ido mejor en términos de estabilidad económica si la imprenta jamás hubiera atravesado el Atlántico. Antes de que su prolongada lucha contra la inflación (en todas sus variedades: alta, hiper y crónica) diese un fatídico vuelco en la década de 1970, el índice promedio de turbulencia para la región logró mantenerse sin problemas dentro de los parámetros mundiales. A pesar de impagos periódicos, colapsos monetarios y crisis bancarias, en realidad el promedio nunca superó

una crisis por año, y de hecho fue comparable en términos generales al de otras regiones por periodos extendidos de tiempo. El aumento en la inflación (iniciado antes de la famosa crisis de deuda de los años ochenta, la "década perdida") modificaría el desempeño relativo y absoluto de la región hasta la segunda mitad de la década de 1990. Como puede apreciarse en nuestro índice, durante los peores momentos de la crisis, en la segunda mitad de la década de 1980—antes de la reestructuración, bajo el Plan Brady de 1987 (véase el recuadro V.3), de las deudas soberanas incobrables, y en medio del anegamiento hiperinflacionario de Argentina, Brasil y Perú—, la región experimentó un promedio de casi tres crisis por año.[13]

¿QUÉ ES UNA CRISIS FINANCIERA GLOBAL?

Aunque los índices de turbulencia financiera aquí desarrollados pueden ser sumamente útiles al momento de evaluar la gravedad de una crisis financiera global, se necesita un algoritmo más completo para determinar de manera sistemática una verdadera crisis, excluyendo ahí mismo, por ejemplo, las crisis que obtienen una calificación alta a escala mundial y cuyos efectos son, sin embargo, sólo regionales. En el recuadro XVI.1 proponemos una definición provisional de crisis financiera global.

Crisis financieras globales: efectos económicos

A continuación revisamos dos de los grandes factores asociados con las crisis globales, ambos presentes en la reciente contracción mundial: primero, los efectos de la crisis sobre el nivel y la volatilidad de la actividad económica, entendida ésta en términos muy amplios y determinada según los agregados globales del precio de las acciones, el PIB real y el comercio; segundo, su relativa sincronía en varios países, hecho evidente en los mercados de activos, así como en las tendencias del comercio, del empleo y de otros sectores de la economía, entre ellos el inmobiliario. Nuestro análisis se concentra en las dos últimas crisis globales, la Gran Depresión y la segunda Gran Contracción, para las cuales se cuenta con información completa. Desde luego, revisar este abanico tan amplio de información macroeconómica nos da una perspectiva mucho más tamizada de las crisis.

RECUADRO XVI.1. **Crisis financieras globales: una definición provisional**

En términos generales, una crisis global posee cuatro elementos principales que la distinguen de una regional o de una crisis que si bien afecta a varios países es menos virulenta:

1. Uno o más de los centros financieros del mundo se ven inmersos en algún tipo de crisis sistémica (profunda). Este "requisito" garantiza que por lo menos uno de los países afectados concentre una proporción considerable (aunque no necesariamente mayoritaria) del PIB mundial. Además, las crisis en los centros financieros del mundo directa o indirectamente afectan los flujos de capital hacia muchos otros países. Un centro financiero sería aquel país que le presta a los otros, tal como lo fue, por ejemplo, el Reino Unido para los "mercados emergentes" durante el *boom* crediticio de la década de 1820, o los Estados Unidos para Latinoamérica a finales de la década de 1920.

2. La crisis involucra a dos o más regiones.

3. En cada región son tres o más los países que experimentan la crisis. Tomar en cuenta el número de países afectados (y no la proporción del PIB regional afectado por la crisis) garantiza que una crisis en un país grande—por ejemplo Brasil en Latinoamérica y China o Japón en Asia—sea insuficiente para definir el episodio como una crisis global.

4. La turbulencia financiera promedio a escala mundial (conforme a nuestro índice compuesto ponderado en función del PIB) es al menos una desviación estándar por encima de lo normal.

Algunos episodios de crisis económicas globales, multinacionales y regionales

Episodio	*Tipo*	*Centro(s) financiero(s) más afectado(s)*	*Al menos dos regiones afectadas*	*Número de países en cada región*
La crisis de 1825-1826	Global	Reino Unido	Europa y Latinoamérica	Grecia y Portugal incurrieron en un impago, como lo hicieron casi todos los países recién independizados de Latinoamérica
El "pánico" de 1907	Global	Estados Unidos	Europa, Asia y Latinoamérica	En especial Francia, Italia, Japón, México y Chile vivieron pánicos bancarios
La Gran Depresión, 1929-1938	Global	Estados Unidos y Francia	Todas las regiones	Salvo alta inflación, no se presentó algún otro indicio de crisis
Crisis de deuda de los años ochenta	Multinacional (países desarrollados y emergentes)	Estados Unidos (se vio afectado, aunque la crisis no fue sistémica)	Países en vías de desarrollo en África, Latinoamérica y, en menor medida, Asia	Proliferaron los impagos soberanos, los derrumbes monetarios y la alta inflación
La crisis asiática de 1997-1998	Multinacional, incluso fuera de Asia en 1998	Japón (se vio afectado, pero para entonces llevaba ya cinco años tratando de resolver su propia crisis bancaria sistémica)	Asia, Europa y Latinoamérica	Inicialmente se vio afectado el sudeste asiático. En 1998 se sumaron Rusia, Ucrania, Colombia y Brasil
La contracción mundial de 2008	Global	Estados Unidos, Reino Unido	Todas las regiones	En Europa proliferaron las crisis bancarias; hubo derrumbes bursátiles y monetarios frente al dólar en todas las regiones

FUENTE: Secciones anteriores de este libro.

Agregados globales

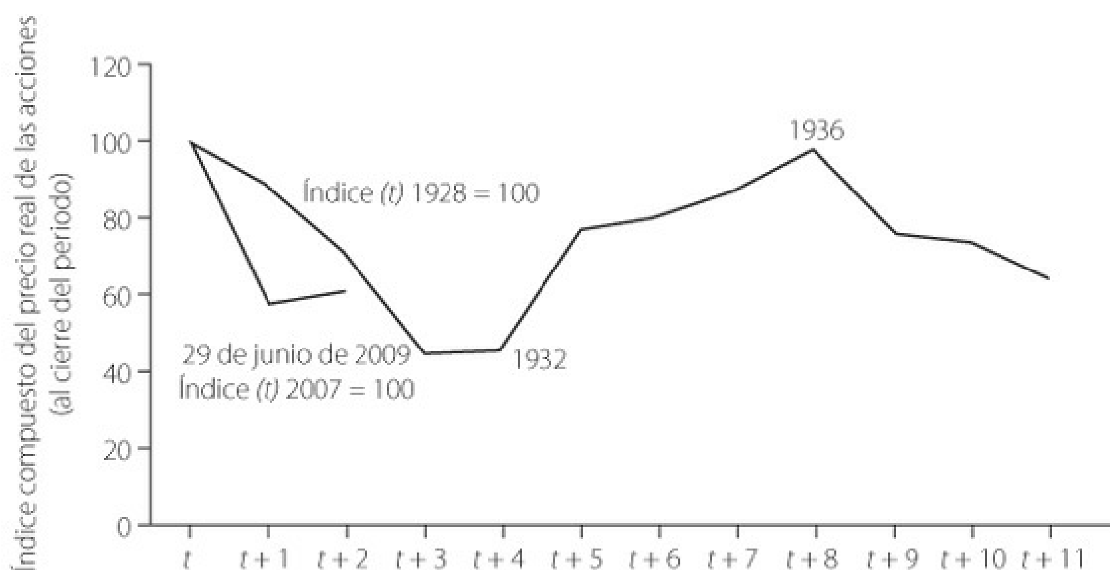
No es una novedad que el precio de las acciones y la proyección de la actividad económica mantengan un estrecho vínculo. La literatura previa sobre momentos claves del ciclo de negocios, por ejemplo, el clásico de Burns y Mitchell, daban cuenta de las propiedades del precio de las acciones como un indicador decisivo.[14] Caídas pronunciadas y sincrónicas (esto es, generalizadas) en el precio de las acciones (un *crack* bursátil) caracterizaron el inicio tanto del episodio que acabó convirtiéndose en la Gran Depresión como el de la reciente crisis global, si bien en este último caso un poco más

tardíamente. La gráfica XVI.7 delinea un índice del precio de las acciones a escala mundial para 1929-1939 y 2008-2009. En el caso del último episodio, el índice comprende alrededor de 70% de la capitalización mundial del mercado bursátil y cubre siete regiones y 29 países. Los precios de las acciones están deflactados por el índice de precios al consumidor. En cuanto al periodo 1928-1939, el precio de las acciones se ha determinado usando la tasa media de inflación para los 66 países de la muestra; para 2007-2009 se ha obtenido a partir de los precios al cierre de cada periodo publicados en el *World Economic Outlook*.[15] En estos índices, los años 1928 y 2007 corresponden al punto máximo del ciclo.

La caída de los mercados bursátiles a partir de 2008 coincide con la escala (y el alcance geográfico) de los colapsos de 1929. Vale la pena notar que durante la crisis de los años treinta la participación en el capital accionario en el mundo era mucho más limitada de lo que es hoy en día. El crecimiento de los fondos de pensiones y de los programas de retiro, así como el aumento de la población urbana, han traído consigo mayores vínculos entre la riqueza familiar y los mercados bursátiles.

Muy en la línea de la gráfica XVI.7, la gráfica XVI.8 presenta el PIB real per cápita (ponderado en función de la población mundial) para distintos grupos de países durante ambas crisis globales.[16] El agregado para Europa corresponde al agregado de 12 países de Maddison (ponderado en función de la población)[17] y el índice para Latinoamérica está formado por los ocho países más grandes de la región. Para los tres grupos de países, el año 1929 marcó el nivel más alto del PIB real per cápita. Los datos actuales fueron tomados de *World Economic Outlook*. Una vez reunida toda la información, resulta difícil reconciliar la trayectoria proyectada en el PIB real, en especial para los mercados emergentes, y el desarrollo de los mercados bursátiles a lo largo de 2008 y hasta principios de 2009.

GRÁFICA XVI.7. *Los mercados bursátiles durante las crisis globales: el índice compuesto del precio real de las acciones (al cierre del periodo)*

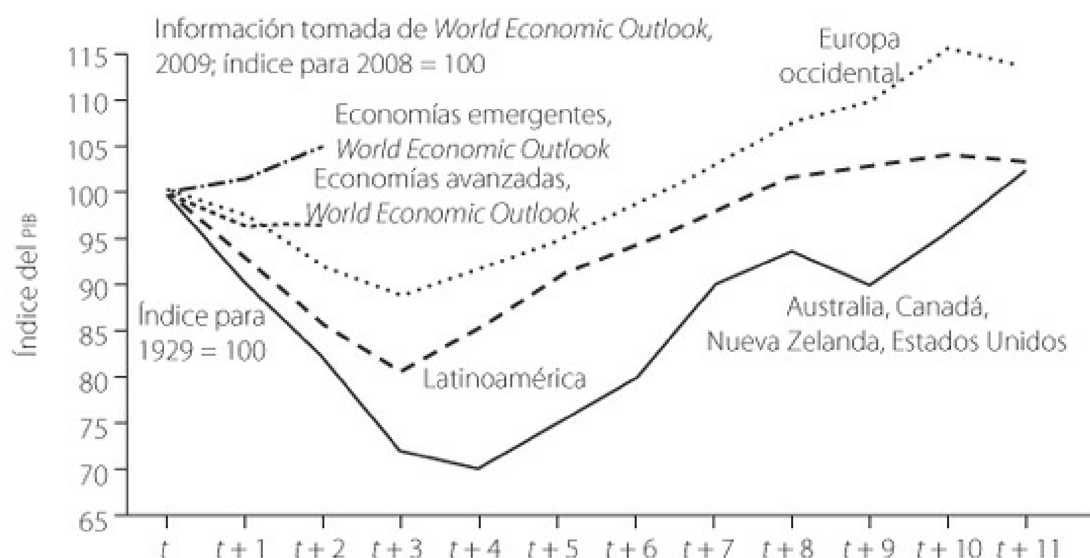


NOTA: El índice compuesto del precio de las acciones fue tomado de Global Finance Data para el periodo 1928-1939 y de Standard & Poor para 2007-2009. El índice global 1200 de Standard & Poor comprende alrededor de 70% de la capitalización mundial del mercado bursátil y cubre siete regiones y 29 países. Los precios de las acciones están deflactados por el índice de precios al consumidor. En cuanto al periodo 1928-1939, el precio de las acciones se ha determinado usando la tasa media de inflación para los 66 países de la muestra; para 2007-2009 se ha obtenido a partir de los precios al cierre de cada periodo publicados en el *World Economic Outlook*. En estos índices los años 1928 y 2007 corresponden al punto máximo del ciclo. El año de la crisis se indica con *t*.

FUENTES: Global Finance Data (sin fecha); Standard & Poor; FMI (varios años), *World Economic Outlook*, y los autores (los detalles se ofrecen en el apéndice A.1).

En cuanto al comercio, presentamos un par de gráficas a fin de ilustrar su evolución durante las dos crisis globales. La primera de ellas (gráfica XVI.9) reproduce un antiguo modelo clásico conocido como “La espiral de contracción del comercio mundial: mes por mes de enero de 1929 a junio de 1933”. Esta espiral centrípeta apareció en el *World Economic Survey, 1932-1933*, en realidad una reimpresión de otra fuente de la época.[18] La gráfica registra una caída de 67% en el valor de las transacciones comerciales a medida que la Depresión cobraba fuerza. Tal como muchas fuentes lo han demostrado (entre ellas fuentes contemporáneas), el colapso del comercio internacional se debió sólo en parte a pronunciadas caídas en la actividad económica: desde 10% para Europa occidental hasta alrededor de 30% para Australia, Canadá, Nueva Zelanda y los Estados Unidos.[19] El otro factor nocivo fue la proliferación en todo el mundo de políticas proteccionistas en la forma de barreras comerciales y devaluaciones competitivas.

GRÁFICA XVI.8. *El PIB real per cápita durante las crisis financieras globales: agregados multinacionales (ponderados en función de la paridad del poder adquisitivo)*



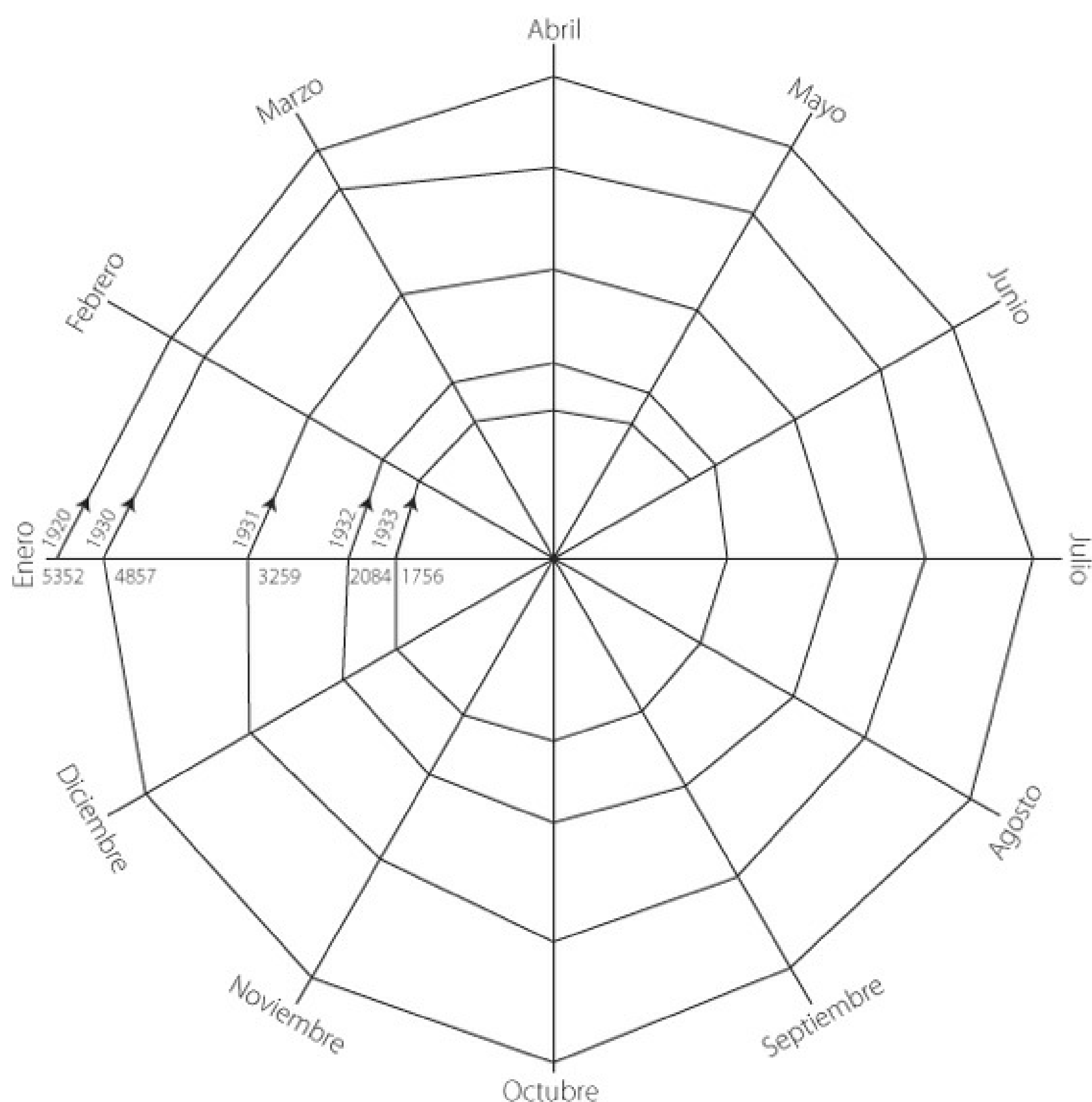
NOTA: El agregado para Europa corresponde al agregado de Maddison conformado por 12 países y ponderado en función de la población; el índice para Latinoamérica está formado por los ocho países más grandes de la región. Para los tres grupos de países, los años 1929 y 2008 correspondieron al nivel más alto del PIB real per cápita. El año de la crisis se indica con *t*.

FUENTES: Maddison (2004); FMI (varios años), *World Economic Outlook,* y los autores (detalles en el apéndice A.1).

La gráfica XVI.10 muestra el valor de la exportación mundial de mercancías para el periodo 1928-2009.

La estimación para 2009 usa como promedio el nivel real al cierre de 2008. El resultado es una caída de 9% interanual en 2009, el desplome más grande en un año desde 1938.[20] Otras caídas similares, también posteriores a la segunda Guerra Mundial: en 1952, durante la Guerra de Corea, y en 1982-1983, cuando la recesión golpeó a los Estados Unidos y una crisis de deuda de la dimensión de la de los años treinta se propagó por todo el mundo emergente. Caídas menores tuvieron lugar en 1958, cuando tocó fondo una recesión en los Estados Unidos; en 1998, durante la crisis financiera asiática, y en 2001, luego del 11 de septiembre.

GRÁFICA XVI.9. *La espiral de contracción del comercio mundial: mes por mes de enero de 1929 a junio de 1933*

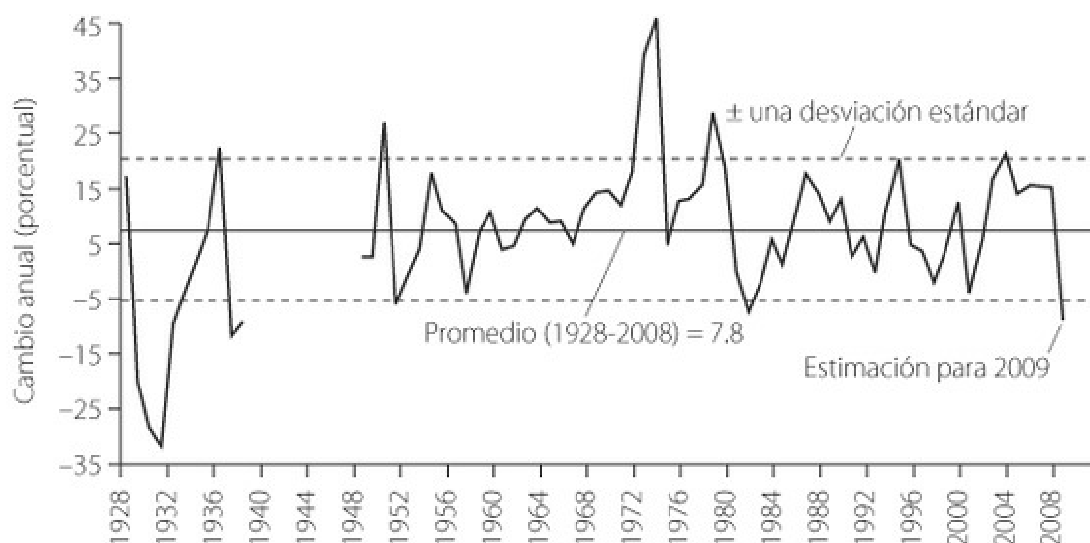


FUENTE: *Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung* 4 (1933): 63.

Sincronía entre países

El desempeño de los agregados globales revela que una crisis ha afectado a una parte significativa de la población mundial y/o a un número importante de países. Sin embargo, dado que la información está condensada en un único índice mundial, la naturaleza sincrónica de las crisis globales no queda completamente expuesta. Para cubrir esta laguna, presentamos información sobre el desempeño de varios indicadores económicos durante la crisis global de los años treinta. En particular, presentamos datos sobre los cambios en el desempleo e índices del sector inmobiliario, las exportaciones y los movimientos monetarios entre 1929 y 1932.

GRÁFICA XVI.10. *Crecimiento mundial de las exportaciones (1928-2009)*



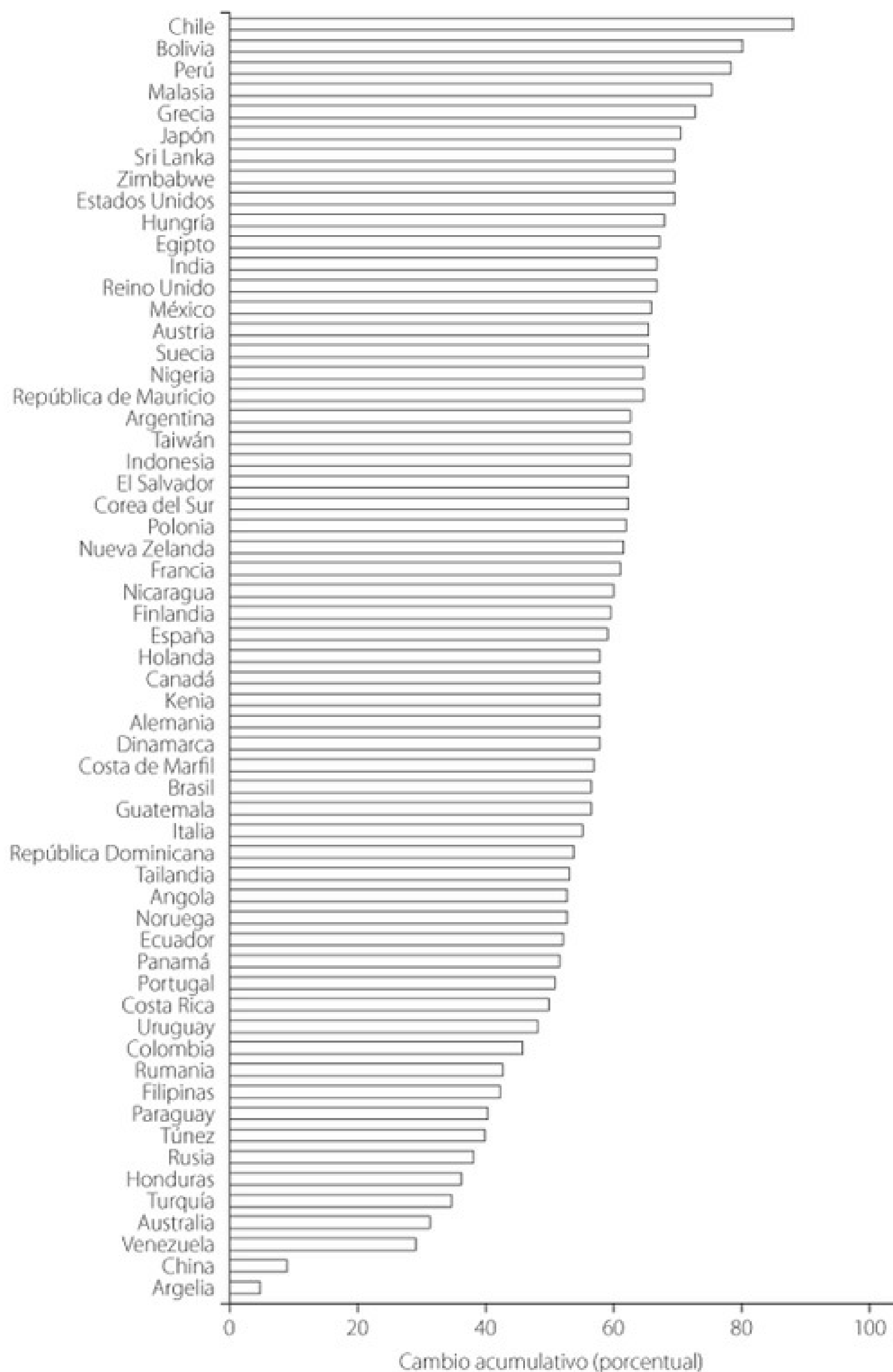
NOTA: No hay agregados mundiales para los años de la segunda Guerra Mundial. La estimación para 2009 usa como promedio el nivel real al cierre de 2008. El resultado es una caída de 9% interanual en 2009, el desplome más grande en un año desde 1938. Otras caídas similares, también posteriores a la segunda Guerra Mundial: en 1952, durante la Guerra de Corea, y en 1982-1983, cuando la recesión golpeó a los Estados Unidos y una crisis de deuda de la dimensión de la de los años treinta se propagó por todo el mundo emergente. Caídas menores tuvieron lugar en 1958, cuando tocó fondo una recesión en los Estados Unidos; en 1998, durante la crisis financiera asiática, y en 2001, luego del 11 de septiembre.

FUENTES: Global Financial Data (GFD) (sin fecha); Liga de las Naciones (varios años), *World Economic Survey;* FMI (varios años); *World Economic Outlook,* y los autores (véanse las notas).

Las dos gráficas que ilustran los agregados globales ya habían puesto de manifiesto el colapso masivo del comercio en el punto más crítico de la Gran Depresión. La gráfica XVI.11 añade información sobre la naturaleza expansiva del colapso, el cual afectó a países de todas las regiones por igual, de bajos, medios y altos ingresos. En otras palabras, los agregados globales representan fielmente la experiencia de cada país por separado y no están determinados por los sucesos de un puñado de países grandes y con una mayor ponderación. Aparte de las guerras en las que directa o indirectamente han participado un número considerable de países (incluyendo las guerras napoleónicas), la información no revela una sincronía tan amplia.

La sincronía entre países no se limita a aquellas variables para las que uno esperaría una estrecha codependencia, tales como el comercio internacional o la paridad cambiaria. Suele ubicarse a la industria de la construcción—en el epicentro del reciente ciclo de expansión y contracción en los Estados Unidos y en otras partes—dentro del sector de los bienes no comercializables, es decir, que no son objeto de intercambios internacionales. Sin embargo, como se muestra en el cuadro XVI.1, el declive que la construcción de viviendas experimentó durante 1929-1932 fue muy similar al del comercio.

FIGURA XVI.11. *El colapso de las exportaciones (1929-1932)*



FUENTES: Las fuentes para cada país aparecen en el apéndice A.1; también se usaron las estimaciones de los autores.

CUADRO XVI.1. *Índices de actividad total dentro de la industria de la construcción: selección de países (1929 = 100)*

País	*Indicador*	*1932*
Argentina	Permisos (área)	42
Australia	Permisos (valor)	23
Bélgica	Permisos (número)	93
Canadá	Permisos (valor)	17
Chile	Permisos (área)	56
Colombia	Construcciones terminadas (área)	84
Checoslovaquia	Construcciones terminadas (número)	88
Finlandia	Construcciones terminadas (espacio cúbico)	38
Francia	Permisos (número)	81
Alemania	Construcciones terminadas (habitaciones)	36
Hungría	Construcciones terminadas (número)	97
Holanda	Construcciones terminadas (viviendas)	87
Nueva Zelanda	Construcciones terminadas (valor)	22
Sudáfrica	Construcciones terminadas (valor)	100
Suecia	Construcciones terminadas (habitaciones)	119
Reino Unido	Permisos (valor)	91
Estados Unidos	Permisos (valor)	18
Promedio		*64*
Partida pro memoria: nivel máximo en septiembre de 2005 = 100:		
Estados Unidos	Permisos (número)	25[a]

NOTA: Obsérvense las diferencias en la definición del indicador de un país a otro.
[a] Hasta febrero de 2009.
FUENTES: Liga de las Naciones, *World Economic Survey* (varios números); Carter *et al.* (2006).

A la luz de esta fuerte contracción de los sectores comercializable y no comercializable en varios países al mismo tiempo, no debería sorprendernos el deterioro en el desempleo del que da cuenta el cuadro XVI.2. Éste se incrementa prácticamente en todos los casos 17 puntos porcentuales en promedio (la información sobre Japón y Alemania no está disponible para 1929). Como sucedió con los efectos de las crisis de la posguerra, analizados en el capítulo anterior, la figura refleja diferencias en la noción de desempleo y en los métodos para compilar los datos, de ahí que la comparación entre países sea tentativa.

CUADRO XVI.2. *Tasas de desempleo: selección de países (1929-1932)*

País	*1929*	*1932*	*Aumento*
Australia	11.1	29.0	17.9
Austria	12.3	26.1	13.8
Bélgica	4.3	39.7	35.4
Canadá	5.7	22.0	16.3
Checoslovaquia	2.2	13.5	11.3
Dinamarca	15.5	31.7	16.2
Alemania	n.d.	31.7	n.d.
Japón	n.d.	6.8	n.d.
Holanda	7.1	29.5	22.4
Noruega	15.4	30.8	15.4
Polonia	4.9	11.8	6.9
Suecia	10.7	22.8	12.1
Suiza	3.5	21.3	17.8
Reino Unido	10.4	22.1	11.7
Estados Unidos[a]	3.2	24.9	21.7
Promedio	*8.2*	*25.0*	*16.8*

NOTA: La gráfica refleja diferencias en la noción de desempleo y en los métodos para compilar los datos, de ahí que la comparación entre países sea tentativa.

n.d.: no disponible

[a] Promedios anuales.

FUENTES: Liga de las Naciones, *World Economic Survey* (varios números); Carter *et al.* (2006).

Algunas reflexiones en torno a las crisis globales

Hacemos aquí una pausa para subrayar por qué las crisis globales pueden ser mucho más peligrosas que las locales o regionales. En esencia, cuando una crisis de verdad es global, las exportaciones dejan de servir como un medio que salvaguarde el crecimiento. En una crisis global es común que la producción, el comercio, el precio de las acciones y otros indicadores se comporten casi del mismo modo (en términos cualitativos, cuando no cuantitativos) tanto para los agregados mundiales como para cada país por separado. Por lo general, el alto repentino del financiamiento no sólo golpea a un país o a una región, sino que en cierta medida afecta a una porción importante de los sectores público y privado de todo el mundo.

En términos conceptuales, resulta sencillo comprender que para cualquier país es mucho más difícil escapar de una recesión poscrisis cuando el resto del mundo pasa por la misma situación que cuando las exportaciones ofrecen un estímulo. En términos empíricos, sin embargo, no es tan sencillo demostrar tal proposición. Nuestra muestra abarca cientos de crisis, pero sólo unas cuantas son globales; además, como se apuntó en el recuadro VI.1, algunas de las primeras crisis globales estuvieron asociadas con guerras, lo que hace todavía más difícil cualquier comparación.

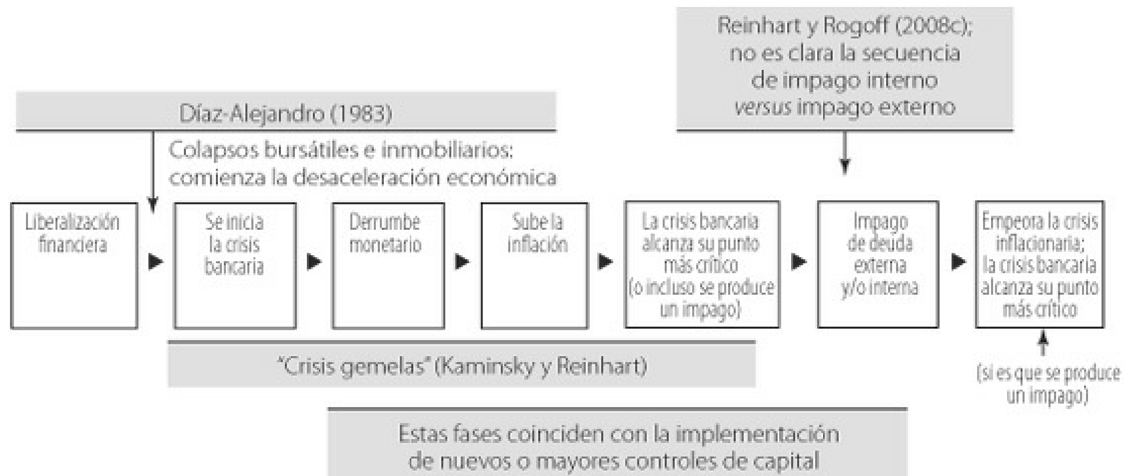
Más aún, el testimonio de innumerables episodios indica que las recesiones asociadas con crisis (de cualquier tipo) son más graves, tanto en su duración como en su alcance, que los típicos puntos de referencia del ciclo económico posteriores a la segunda Guerra Mundial tanto en las economías avanzadas como en los mercados emergentes. Cuando una crisis forma parte de un fenómeno global, la fase de contracción puede ser todavía peor tanto en su alcance como en su volatilidad (e incluso en su duración). Antes del episodio de la década pasada no se había producido una sola crisis financiera en el periodo posterior a la segunda Guerra Mundial. Por lo tanto, nuestros referentes comparativos corresponden, necesariamente, a episodios anteriores a la guerra. En cuanto a profundidad, la segunda Gran Contracción ha roto ya varios récords en comparación con otras crisis de la posguerra, y, desde luego, no ha sido posible estabilizar el ciclo económico.

LA SECUENCIACIÓN DE LAS CRISIS: UN PROTOTIPO

Tal como las crisis financieras poseen antecedentes macroeconómicos comunes (en términos del precio de los activos, la actividad económica, los indicadores externos y otros), existen asimismo patrones comunes en la secuencia (orden temporal) que las crisis describen a su paso. Desde luego, no todas las crisis evolucionan hasta el extremo de provocar un impago soberano. Sin embargo, las economías avanzadas no han estado exentas de dosis de derrumbes monetarios, rachas de inflación, fuertes crisis bancarias e incluso, antaño, impagos soberanos.

Averiguar qué fue primero, las crisis bancarias o las monetarias, es uno de los temas centrales del trabajo de Kaminsky y Reinhart sobre “crisis gemelas”. Asimismo, estos autores llegan a la conclusión de que las crisis bancarias suelen estar precedidas por una liberalización financiera. De hecho, ésta ayuda a predecir aquéllas.[21] Con base en un método distinto y en una muestra más grande, Demirgüç-Kunt y Detragiache llegaron a la misma conclusión.[22] Reinhart examinó el vínculo entre derrumbes monetarios e impago externo.[23] Nuestro trabajo aquí ha investigado las conexiones entre las crisis de deuda externa e interna, las crisis inflacionarias y el impago (interno o externo), y las crisis bancarias y el impago externo.[24] El diagrama XVI.1 delinea un prototipo de la secuencia de eventos que se desprende de toda esta literatura.

DIAGRAMA XVI.1. *La secuenciación de las crisis: un prototipo*



FUENTES: Elaborado con base en la evidencia empírica de Díaz-Alejandro (1985), Kindleberger (1989), Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998), Kaminsky y Reinhart (1999), Reinhart (2002), y Reinhart y Rogoff (2004, 2008c), entre otros autores.

Como cuenta Díaz-Alejandro en su ensayo clásico sobre la experiencia chilena de finales de los años setenta y principios de los ochenta, "Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash", la liberalización financiera le da a la banca un mayor acceso al crédito externo y, al mismo tiempo, le permite llevar a cabo prácticas crediticias más riesgosas en casa.[25] Después de un tiempo, tras un auge en el precio de los activos y el crédito, la fragilidad de las hojas de balance de la banca queda al descubierto y comienzan los problemas del sector.[26] A menudo la gravedad de esos problemas es mayor en las instituciones más débiles (por ejemplo las compañías financieras) que en los grandes bancos.

La siguiente etapa de la crisis se pone en marcha una vez que el banco central comienza a apoyar a estas instituciones otorgándoles créditos. Si existe un fuerte control sobre el tipo de cambio (no necesariamente una paridad fija explícita) surgirá una inconsistencia normativa: por un lado, apoyar el tipo de cambio; por el otro, actuar como prestamista de último recurso para las instituciones en apuros. Los diversos episodios analizados en estos estudios sugieren (la mayoría de las veces) que el tema del tipo de cambio queda relegado por la función del banco central como prestamista de último recurso. Incluso si su capacidad crediticia para apoyar al sector financiero es limitada, el banco central puede mostrar una mayor renuencia a emprender una política "proteccionista del tipo de cambio" a favor de la moneda que la que mostraría si el sector financiero gozara de buena salud. Es así como la secuencia en el diagrama XVI.1 alcanza su siguiente fase: el recuadro titulado "derrumbe monetario". La depreciación o devaluación de la moneda, según sea el caso, complica la situación en (al menos) tres formas: *1)* exacerba el problema de los bancos que obtuvieron créditos en una divisa extranjera y en esa medida empeora las disparidades monetarias y cambiarias;[27] *2)* normalmente agrava la inflación (el grado con el que una crisis monetaria se traduce en

un alza inflacionaria varía de manera considerable de un país a otro, pues los países con un historial de inflaciones muy altas y crónicas suelen experimentar un tránsito más rápido de los tipos de cambio a los precios),[28] y *3)* eleva las probabilidades de un impago externo e interno si el gobierno tiene deuda denominada en moneda extranjera.

En esta etapa, como consecuencia del derrumbe monetario, la crisis bancaria puede escalar (si no se ha producido ya un impago soberano) o agravarse todavía más a medida que la crisis se extiende y la economía se dirige a un impago soberano (el recuadro siguiente en la secuencia).[29] En nuestro análisis de los problemas crediticios internos y externos no hemos detectado una secuencia precisa entre ambos. Se han producido impagos internos antes, durante y después de un impago externo, sin seguir un patrón claro. En cuanto a la inflación, todos los argumentos presentados en el capítulo IX apuntan a un marcado deterioro del desempeño inflacionario como consecuencia de un impago, en especial cuando éste es doble (de deuda interna y externa). Nuestro análisis no cubre la fase de resolución de la crisis.

Cabe notar que los derrumbes monetarios tienden a ser más graves cuando los gobiernos mantienen un tipo de cambio fijo (o casi fijo), sea esto de manera explícita o aun implícita. Incluso una garantía implícita de estabilidad en el tipo de cambio puede hacer que bancos, empresas y ciudadanos se sientan tentados de adquirir grandes pasivos en divisas extranjeras, asumiendo que es mínimo el riesgo de una repentina devaluación de la moneda y, en esa misma medida, de que la carga de la deuda se dispare. En cierto sentido, el colapso de una moneda es el colapso de una garantía del gobierno en la que el sector privado había depositado su confianza, y, por lo tanto, representa el incumplimiento de una promesa importante. Desde luego, los constantes vaivenes en el tipo de cambio también pueden ser traumáticos para aquellos países que abiertamente mantienen un tipo de cambio flotante, sobre todo si existen niveles significativos de deuda en divisas extranjeras y si los bienes intermedios de importación son relevantes para la producción. Como sea, casi siempre el trauma es menor, pues no involucra una pérdida de credibilidad para el gobierno o el banco central. La tenaz y recurrente naturaleza de las crisis financieras, asumiendo rostros distintos a lo largo de los siglos, nos impide ofrecer respuestas sencillas en cuanto al mejor método para evitarlas. En el capítulo final esbozamos algunos de los problemas relacionados con las perspectivas futuras en torno a estos ciclos desestabilizadores, con sus altas y bajas, así como aquellos relacionados con las posibles medidas para superarlos.

RESUMEN

Con base en parámetros cuantitativos sobre la naturaleza global de una crisis, este capítulo ha ampliado nuestra perspectiva de las crisis en general. Entre esos parámetros está nuestro índice compuesto de turbulencia financiera, así como el análisis comparativo de las secuelas de una crisis, en este caso entre la Gran Depresión, en el siglo pasado, y la segunda Gran Contracción. De acuerdo con todos estos parámetros, puede apreciarse que el trauma asociado con la reciente contracción, la primera crisis financiera global del

siglo XXI, ha sido extraordinariamente grave. Que su impacto macroeconómico sólo haya sido la recesión mundial más profunda desde la segunda Guerra Mundial—y no algo todavía peor—debe considerarse como una bendición.

[1] Kaminsky y Reinhart (1999).

[2] Serían seis en total las variedades de crisis si se incluyera la degradación monetaria. No lo hacemos por dos razones. En primer lugar, son muchas menos las fuentes disponibles (una docena aproximadamente) sobre el contenido metálico de las monedas en los distintos países. En segundo lugar, la imprenta desplazó la degradación y, con el florecimiento del papel moneda, desvinculó las monedas en circulación de una base metálica. Puesto que el periodo cubierto por nuestro índice compuesto comienza con el año 1800 (la fecha de inicio de la datación de las crisis bancarias), no es tan problemático excluir las crisis por degradación en lo que concierne al periodo 1300-1799, cuando dicha estrategia era galopante.

[3] Esto se desprende de las mediciones dicotómicas de crisis que aquí (como en casi todos los estudios) se usan. Por supuesto, es posible considerar gradaciones adicionales de crisis a fin de detectar cierto nivel de profundidad.

[4] Como se dijo, sería sencillo depurar esta medida de modo que comprenda tres categorías, por ejemplo, inflación alta (superior a 20% pero inferior a 40%), muy alta (superior a 40% pero inferior a 1 000%) e hiperinflación (1 000% o más).

[5] Es decir, derrumbes asociados con crisis y turbulencias financieras internacionales (en su mayoría en las economías avanzadas).

[6] Nuestra lista de crisis económicas no incluye colapsos en el crecimiento tal como los definen Barro y Ursúa (2008, 2009), esto es, episodios donde el PIB per cápita cae de manera acumulativa en 10% o más. Un buen número de las crisis que aquí identificamos son candidatas para esta definición. Volveremos a este asunto más adelante. Nuestro índice compuesto de turbulencia financiera tampoco incluye necesariamente todos los “altos repentinos”, siguiendo la definición de Guillermo Calvo y coautores en varios ensayos (véase la bibliografía). El lector recordará que un “alto repentino” es un episodio en el que se produce una abrupta reversión del flujo internacional de capital, a menudo asociada con una suspensión en el acceso a los mercados de capital. Llama la atención que la mayoría de las crisis bancarias sistémicas de ayer y hoy (la crisis hipotecaria de 2007 sería un excepción) hayan estado asociadas con “altos repentinos”. Lo mismo podría decirse de los impagos soberanos de deuda externa.

[7] Barro y Ursúa (2009), quienes identifican 195 derrumbes del mercado bursátil en 25 países (18 economías avanzadas y siete mercados emergentes) entre 1869 y 2006.

[8] Samuelson (1966).

[9] El lector recordará, como se mencionó en capítulos anteriores, que nuestra muestra de 66 países equivale a 90% del PIB mundial.

[10] Cabe notar que después del final de la guerra Austria, Alemania, Italia y Japón permanecieron en una situación de impago durante varios años.

[11] Véanse McConnell y Perez-Quiros (2000), y Blanchard y Simon (2001).

[12] Como en casi todas las anteriores crisis históricas de Argentina, al episodio de 2001-2002 siguió una crisis en su vecino Uruguay.

[13] Evidentemente, los episodios de hiperinflación son los más notorios, pero en 1990 el porcentaje de países de la región con una tasa de inflación anual superior a 20% (dentro de nuestro umbral de crisis) llegó a casi 90 por ciento.

[14] Burns y Mitchell (1946). Para tratamientos más recientes de la propiedad de los mercados bursátiles para servir como señales tempranas de alarma en el contexto de una crisis, véanse Kaminsky *et al*. (1998), Kaminsky y Reinhart (1999), y Barro y Ursúa (2009).

[15] Fondo Monetario Internacional (varios años), *World Economic Outlook*.

[16] Eichengreen y O’Rourke (2009) añaden el comercio para destacar las similitudes, al tiempo que notan la diferencia en la respuesta en términos de política monetaria (en particular, las tasas de descuento del banco central).

[17] Maddison (2004).

[18] Liga de las Naciones (varios años), *World Economic Survey*.

[19] Véase, por ejemplo, Liga de las Naciones (1944).

[20] Aunque disponemos de información confiable sobre la actividad comercial de la mayoría de los países durante la segunda Guerra Mundial, el número de lagunas no nos permite establecer un agregado mundial.

[21] Kaminsky y Reinhart (1999).

[22] Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998).

[23] Reinhart (2002).

[24] Reinhart y Rogoff (2004) examinaron además la relación entre derrumbes monetarios e inflación, así como el nexo temporal entre los primeros y los controles de capital (en particular, los tipos de cambio duales o múltiples).

[25] Díaz-Alejandro (1985).

[26] En contraste con otros estudios sobre crisis bancarias, Kaminsky y Reinhart (1999) proporcionan dos fechas para cada episodio de crisis bancaria: el inicio de la crisis y su subsecuente punto más crítico.

[27] Véase Goldstein y Turner (2004).

[28] Véase Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a).

[29] El segundo y tercer efectos de la depreciación o devaluación de la moneda que acabamos de mencionar plantean menos problemas en el caso de las economías avanzadas.

SEXTA PARTE

¿QUÉ HEMOS APRENDIDO?

No hay nada nuevo, salvo lo que se ha olvidado

ROSE BERTIN

XVII. REFLEXIONES SOBRE LOS INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA, QUÉ SIGNIFICA *GRADUARSE*, POSIBLES POLÍTICAS DE RESPUESTA Y LOS CAPRICHOS DE LA NATURALEZA HUMANA

HEMOS llegado al final de un largo trayecto que nos ha llevado desde los impagos de deuda y las degradaciones monetarias de la Europa preindustrial hasta la primera crisis financiera global del siglo XXI: la segunda Gran Contracción. ¿Qué nos ha enseñado el recorrido cuantitativo a lo largo de esta historia que pudiera ayudarnos a mitigar crisis financieras en el futuro? En el capítulo XIII, dedicado al periodo previo a la crisis hipotecaria de 2007, afirmamos que sería útil llevar un registro de las principales series macroeconómicas sobre deuda y el precio de la vivienda, y calibrarlas a la luz de los parámetros históricos que se desprenden de las grandes crisis financieras del pasado. Pero ¿no hay nada más que decir?

En este capítulo revisamos primero, de manera sucinta, la naciente literatura sobre el "sistema de indicadores de alerta temprana de una crisis". Si bien reconocemos que a la fecha éste sólo puede presumir de un éxito moderado, con base en los resultados de este libro nos parece que hay todavía mucho por hacer para fortalecer la supervisión macroeconómica prudencial, por ejemplo a través de una mayor transparencia en la información actual e invirtiendo en el desarrollo de series temporales históricas (nuestro tratamiento aquí), de modo que pueda contarse con una mejor perspectiva de los patrones y las regularidades estadísticas de los datos.

Contar con información sobre deuda que cubre extensos periodos de tiempo en varios países resulta especialmente útil para cualquier principiante. De manera ideal se dispondría de décadas, incluso siglos, de información para desarrollar un análisis estadístico. En este libro hemos dado un paso significativo en esa dirección al aprovechar información sobre deuda pública, hasta ahora poco conocida, con una cobertura de más de 60 países a lo largo de casi 100 años (y en algunos casos más). Sin embargo, para la mayoría de los países nuestras extensas series temporales comprenden sólo deuda pública del gobierno central, mas no deuda estatal o municipal. Sería útil contar con referencias más amplias, de modo que pudieran tomarse en cuenta las deudas de las empresas paraestatales o las garantías implícitas de los gobiernos. Sumamente útil sería contar además con series temporales de largo alcance sobre la deuda de la banca, las empresas y el consumidor. Reconocemos que compilar dicha información resulta muy difícil en la mayoría de los países, pero creemos firmemente que puede hacerse mucho más de lo que se ha logrado a la fecha. Si bien las series sobre el precio de la vivienda que usamos en los capítulos X, XIII, XIV y XVI representan un significativo avance en relación con estudios previos (pues toman en cuenta un gran número de países, entre

ellos mercados emergentes), sería sumamente útil ampliar la información tanto en términos temporales como geográficos.

La segunda parte de este capítulo final explora lo que instituciones financieras multilaterales como el Fondo Monetario Internacional podrían hacer para recopilar y monitorear información sobre deuda pública interna, precio de la vivienda y otros indicadores. Es increíble que al momento de escribir esto no exista un solo organismo internacional que proporcione tal información, como tampoco países miembros que ejerzan presión para que las actuales agencias lo hagan. Estamos convencidos de que aun contando con mejor información sobre riesgos, sería sumamente deseable crear una nueva institución financiera independiente que ayude a desarrollar y hacer valer regulaciones financieras a escala mundial. Nuestra tesis descansa no sólo en la necesidad de coordinar mejor las normas entre los diferentes países, sino además en la necesidad de que los organismos reguladores tengan mayor independencia respecto a la presión política de los países.

En la tercera parte del capítulo regresamos al tema de "cómo graduarse", tocado aquí y allá a lo largo del libro. ¿Cómo pueden los mercados emergentes graduarse de una historia de impago serial sobre su deuda soberana, así como de sus constantes rachas de alza inflacionaria? Una conclusión fundamental es que dicha graduación es un proceso muy lento, y con mucha frecuencia se echan las campanas al vuelo demasiado pronto.

Cerramos el capítulo con una serie de enseñanzas generales.

EN TORNO A LOS INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA DE UNA CRISIS

En los capítulos anteriores describimos algunos de los antecedentes característicos de una crisis bancaria, así como los vínculos entre distintas clases de crisis (por ejemplo, entre una crisis bancaria y una de deuda externa, o entre una crisis inflacionaria y una bancaria). Está fuera del alcance de este libro emprender un análisis exhaustivo de los sistemas sobre indicadores de alerta temprana, cuyo objeto es anticipar el inicio de una crisis bancaria, monetaria o de deuda. A partir de la famosa crisis mexicana de 1994-1995 y la todavía más conocida crisis asiática de 1997-1998, comenzaron a circular un buen número de estudios empíricos en los que se busca establecer los méritos relativos de diferentes indicadores macroeconómicos y financieros capaces de "predecir" acertadamente la irrupción de una crisis.[1] En dicha literatura se revisa una amplia gama de indicadores y se adopta una extensa variedad de estrategias econométricas y episodios de crisis, con mediano éxito. Como se mencionó antes, cabe notar que los primeros estudios fueron construidos sobre las limitadas bases de datos entonces disponibles, las cuales presentan carencias en lo que concierne a importantes series temporales para varios países. En particular, la información sobre el sector inmobiliario, componente crítico de muchas burbujas y episodios de exceso de apalancamiento, simplemente brilla por su ausencia en casi toda la literatura sobre indicadores de alerta, pues hasta muy recientemente los datos eran imprecisos.

Puesto que la base de datos que subyace a este libro comprende información esencial sobre los precios de la vivienda residencial en un gran número de economías avanzadas y emergentes de todos los continentes, podemos concentrarnos aquí en cubrir esa importante laguna en la literatura sobre indicadores de alerta.[2] En cuanto al precio de la vivienda, nuestra tarea no aspira a ser definitiva.

A fin de precisar el lugar de los precios de la vivienda en la estructura jerárquica de indicadores, hemos seguido sobre todo el acercamiento que, bajo el nombre de “método basado en señales”, Kaminsky y Reinhart han propuesto en diversos ensayos.[3] El cuadro XVII.1 presenta los aspectos más importantes de la aplicación del mismo a las crisis bancarias y monetarias. En este contexto, no hemos reconsiderado, actualizado ni ampliado la muestra de episodios de crisis en relación con los otros indicadores. Nuestra aportación estriba en comparar el desempeño del precio de la vivienda con el de los indicadores más comunes en esta literatura.

En el caso de las crisis bancarias, el precio real de la vivienda ocupa casi el primer sitio en la lista de indicadores confiables, por encima de la balanza en cuenta corriente y el precio real de las acciones, pues es el que produce un menor número de falsas alarmas. Monitorear la evolución del precio de la vivienda tiene entonces un evidente valor añadido al tratar de predecir potenciales escenarios de crisis bancaria. En cuanto a la predicción de colapsos monetarios, el vínculo con el ciclo de los precios del sector inmobiliario no es tan marcado; además, el precio de la vivienda no parece ser mejor indicador de la sobrevaloración del tipo real de cambio que una crisis bancaria o el desempeño de la cuenta corriente y las exportaciones.

CUADRO XVII.1. *Indicadores de alerta temprana para crisis bancarias y monetarias: un resumen*

Rango del indicador (de mejor a peor)	*Descripción*	*Frecuencia*
Crisis bancarias		
Mejor		
Tipo de cambio real	Cualquier desviación en la tendencia	Mensual
Precio real de la vivienda[a]	Cambio porcentual a 12 meses (o anual)	Mensual, trimestral, anual (dependiendo del país)
Flujos de capital a corto plazo/PIB	En puntos porcentuales	Anual
Balanza en cuenta corriente/inversión	En puntos porcentuales	Anual
Precio real de las acciones	Cambio porcentual a 12 meses	Mensual
Peor		
Calificaciones del *Institutional Investor* (CII) y Moody's	Un cambio en el índice	Semestral (II); mensual (Moody's)
Términos de intercambio	Cambio porcentual a 12 meses	Mensual
Colapsos monetarios		
Mejor		
Tipo de cambio real	Cualquier desviación en la tendencia	Mensual
Crisis bancarias	Variable dicotómica	Mensual o anual
Balanza en cuenta corriente/PIB	En puntos porcentuales	Anual
Precio real de las acciones	Cambio porcentual a 12 meses	Mensual
Exportaciones	Cambio porcentual a 12 meses	Mensual
Agregado monetario M2 (dinero en sentido amplio)/reservas internacionales	Cambio porcentual a 12 meses	Mensual
Peor		
Calificaciones del *Institutional Investor* (CII) y Moody's	Un cambio en el índice	Semestral (II); mensual (Moody's)
Diferencial de tasas de interés internas/externas[b]	En puntos porcentuales	Mensual

[a] Ésta es la variable "novedosa" aquí introducida.
[b] No confundir esto con un diferencial de tasas de interés internas/externas como el que presenta el Índice de Bonos de Mercados Emergentes.
FUENTES: Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998); Kaminsky y Reinhart (1999); Goldstein, Kaminsky y Reinhart (2000), y las estimaciones de los autores.

Este acercamiento sistemático (como la mayoría de los métodos alternativos) no puede precisar la fecha exacta en que una burbuja estallará ni ofrecer señales contundentes sobre la gravedad de la inminente crisis. Lo que en cambio puede proporcionar es información valiosa en cuanto a si una economía muestra uno o más de los síntomas clásicos que se manifiestan antes de que se desarrolle un fuerte contagio financiero. Sin embargo, el obstáculo más grande en el desarrollo de un sistema eficaz y creíble de alertas tempranas no tiene tanto que ver con el diseño de un modelo capaz de emitir señales relativamente confiables de deterioro a partir de los diferentes indicadores

y de manera oportuna. En realidad, la barrera más grande es la tendencia profundamente arraigada entre los responsables de las políticas económicas y otros actores del mercado a ver tales señales como residuos arcaicos e irrelevantes de un modelo obsoleto, y a asumir que las viejas reglas de la valuación financiera han caído en desuso.

A pesar de que la experiencia histórica estudiada en este libro puede ofrecer una pauta, en la mayoría de los casos dichas señales acabarán siendo ignoradas. Tal es la razón por la que es necesario también pensar en mejorar las instituciones.

LA FUNCIÓN DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES

Los organismos internacionales pueden desempeñar una función importante en la reducción de riesgos, en primer lugar promoviendo una mayor transparencia en el manejo de la información, y en segundo lugar haciendo valer regulaciones en materia de apalancamiento.

Sería asimismo sumamente útil tener información más completa y transparente sobre deuda pública y las garantías implícitas de deuda pública, además de datos más transparentes sobre los estados de cuenta de los bancos. Mayor transparencia en la información contable no resolvería todos los problemas, pero ciertamente ayudaría. En la tarea de exigir transparencia es fundamental el papel de los organismos internacionales, instituciones que por lo demás han naufragado en las dos últimas décadas tratando de encontrar su sitio en el orden internacional. El Fondo Monetario Internacional (FMI) podría otorgar a los gobiernos un bien público si fuese capaz de imponer estándares rigurosos sobre información contable de deuda pública, incluyendo garantías implícitas y partidas extraordinarias.

La iniciativa de 1996 del FMI conocida como Normas Especiales para la Diseminación de Datos (NEDD) representa un paso importante, aunque puede hacerse mucho más al respecto. Basta observar cuán opacos se han vuelto los libros del gobierno estadunidense durante la crisis financiera de 2007 para darse cuenta de lo útil que sería un estándar externo. (Tan sólo la Reserva Federal ha registrado en sus libros millardos de dólares en activos privados a los que es difícil asignar un precio, y a pesar de ello en el peor momento de la crisis se negó a revelar la composición de algunos de estos activos incluso al Congreso de los Estados Unidos. Esta adquisición de activos fue una operación extremadamente delicada y sensible; sin embargo, tarde o temprano el enfoque correcto tendrá que ser la transparencia regulada.) Cuando se trata de exigir transparencia es mucho más sencillo hablar que actuar, pues los gobiernos cuentan con un sinfín de incentivos para ocultar su información contable. En cambio, si las reglas se dictaran desde afuera y antes de la siguiente crisis, no apegarse a ellas podría verse como algo que debe evitarse como señal de buena conducta. En nuestra opinión, el FMI tendría una labor mucho más destacada presionando a los gobiernos a que muestren mayor apertura en su situación crediticia que simplemente acudiendo a rescatarlos una vez que ya se metieron en problemas. En efecto, la lección de la historia es que la influencia del FMI antes de una crisis es pequeña en relación con su papel durante la misma.

También creemos firmemente que una institución financiera internacional de carácter regulatorio podría hacer mucho al respecto. En primer lugar, los flujos de capital entre países siguen proliferando, a menudo en busca de una regulación laxa al igual que elevadas tasas de rendimiento. Con el fin de ejercer un verdadero control regulatorio sobre los actuales monstruos financieros a escala mundial, es importante tener cierto nivel de coordinación en términos de regulación financiera. Vital asimismo es que ese organismo supervisor internacional tenga el poder suficiente para garantizar cierto nivel de autonomía respecto a los gobernantes, quienes no cejan de ejercer presión política sobre sus propias instituciones supervisoras a fin de aligerar la carga regulatoria. Dado que una institución así requiere personal con un perfil muy particular, completamente distinto al perfil que a la fecha prevalece en los principales organismos multilaterales de crédito, estamos convencidos de que se necesita una institución totalmente nueva.[4]

¿EN QUÉ CONSISTE *GRADUARSE*?

Nuestro análisis de la historia de los diversos tipos de crisis financiera suscita un sinfín de interrogantes fundamentales (y ofrece muchas menos respuestas). Es posible que el conjunto de preguntas más imperioso tenga que ver con el tema de la *graduación*, concepto introducido por primera vez en nuestro trabajo en coautoría con Savastano y que hemos subrayado con insistencia a lo largo de este libro.[5] ¿Por qué algunos países, entre ellos Francia y España, lograron escapar de siglos de impago serial de deuda soberana y finalmente dejaron de incumplir en sus obligaciones, al menos en un sentido técnico? Hay desde luego un problema previo: en qué consiste exactamente *graduarse*. El tránsito de la condición de “mercado emergente” a la de “economía avanzada” no se consuma por medio de un diploma o un conjunto de criterios bien definidos que indiquen el ascenso. Como lo ponen de relieve Qian y Reinhart, *graduarse* tiene que ver con alcanzar y mantener un estatus internacional de alta calidad crediticia. El hincapié aquí está justo en lo segundo: en mantener ese estatus.[6] Otra manera de plantear dicho criterio sería afirmar que el país ha reducido de manera significativa y creíble las posibilidades de un impago de deuda soberana. Si alguna vez fue un empedernido país moroso, ahora ha dejado de serlo y los inversionistas lo reconocen como tal. Tener acceso a los mercados de capital ha dejado de ser un proceso intermitente. Existen asimismo otros criterios para definir si un país se ha *graduado* o no, por ejemplo alcanzar un umbral mínimo en términos de ingreso per cápita, una reducción considerable en la volatilidad macroeconómica, y la capacidad para lanzar políticas monetarias y fiscales correctivas, o en todo caso para alejarse de las políticas desestabilizadoras que asuelan a la mayoría de los mercados emergentes.[7] Por supuesto, estas claves mantienen una estrecha relación entre sí.

Si *graduarse* significara ser por completo inmune a cualquier tipo de crisis, entonces simplemente habría que declarar desierta dicha categoría. Como se mencionó, un país puede llegar a *graduarse* del incumplimiento en el pago de deuda soberana, así como de episodios recurrentes de inflación muy alta, tal como lo ejemplifican los casos de Austria,

Francia, España y otras naciones. Sin embargo, la historia nos dice que *graduarse* de las recurrentes crisis bancarias y financieras es un asunto mucho más complejo, y para convencerse de ello no era necesaria la crisis financiera de 2007. Como se observó en el capítulo X, de los 66 países de nuestra muestra, entre 1945 y 2007 apenas unos cuantos lograron escapar de las crisis bancarias, y para 2008 sólo quedaba uno. Por su parte, *graduarse* de los derrumbes monetarios parece ser también un asunto complejo. Aun manteniendo un tipo de cambio flotante que evite los ataques especulativos contra las paridades fijas, las monedas de las economías avanzadas de hecho se colapsan (es decir, sufren depreciaciones superiores a 15%). Como sea, lo cierto es que mientras no haya una excesiva volatilidad del tipo de cambio, los países con mercados de capital más desarrollados y sistemas cambiarios abiertamente más flexibles están mejor preparados para lidiar con un derrumbe monetario.

Una vez que se adopta una definición sobre *graduación* basada en las condiciones bajo las cuales un país puede acceder a los mercados internacionales de capital, la pregunta subsecuente consiste en cómo hacer funcional tal concepto. En otras palabras, ¿cómo desarrollar un parámetro "cuantitativo" funcional de *graduación*? Una definición consistente en la materia no puede estar determinada por el "sentir del mercado". Antes de las profundas crisis en México (1994), Corea (1997) y Argentina (2001), los organismos multilaterales y los mercados financieros describían abiertamente a estos países como imágenes vivas (esto es, ejemplos consumados) de lo que es *graduarse*.

Resolver este complejo problema rebasa con mucho nuestros propósitos aquí. Ofrecemos en cambio una descripción muy puntual de cuál es el "club de deudores" (según nuestra definición del capítulo II) al que pertenecen los diferentes países, así como un vistazo al modo en que ha cambiado en los últimos 30 años la percepción de las posibilidades de un impago soberano. Con este fin, el cuadro XVII.2 enlista los 66 países de la muestra (con sus respectivas fechas de independencia). La tercera columna presenta las calificaciones soberanas del *Institutional Investor* para los 62 países (de esos 66) de los que se cuenta con información. Sin temor a equivocarnos podemos afirmar que, salvo en los casos notables de Hong Kong y Taiwán, todos los países que no reciben una calificación pertenecen al club *C* (países excluidos de manera permanente de los mercados internacionales de capital). La siguiente columna muestra los cambios en las calificaciones desde 1979 (el año en que el *Institutional Investor* publicó por primera vez los resultados de su estudio semestral entre los participantes en el mercado) hasta marzo de 2008.

Los candidatos a *graduarse* no sólo deben cumplir los requisitos para el club *A*, con una calificación de 68 o más de acuerdo con el *Institutional Investor*, sino que además deben mostrar la "tendencia correcta". En especial, estos países deben mostrar un mejoramiento general en sus calificaciones desde hace 32 años. Países como Turquía han tenido avances notables en sus calificaciones con el paso del tiempo, pero su situación actual sigue estando por debajo del umbral del club *A*, esto es, la condición de economía avanzada. Otros países, entre ellos México con base en la calificación recibida

en 2008, cumplen con los requisitos para el club *A;* sin embargo, han sufrido un deterioro en su nivel en comparación con la calificación obtenida en 1979. En la gráfica XVII.1 hemos graficado el cambio en las calificaciones del *Institutional Investor* (la última columna del cuadro XVII.2), destacando aquellos países con potencial para *graduarse*. Entre éstos se encuentran Chile, China, Grecia, Corea y Portugal (Malasia y Polonia son casos más bien localizados en los márgenes, con calificaciones recientes apenas por debajo del umbral para el club *A*). La lista no comprende a los países africanos ni a la gran mayoría de las naciones de Latinoamérica. El ejercicio persigue fines ilustrativos, más que definitivos, pues el problema de quién y por qué se *gradúa* desde una condición de mercado emergente o en vías de desarrollo sigue siendo asunto fundamental de la economía del desarrollo.

ALGUNAS OBSERVACIONES SOBRE POSIBLES POLÍTICAS DE RESPUESTA

La férrea y recurrente naturaleza del síndrome de "esta vez es distinto" por sí misma sugiere que no estamos ante un desafío que sea sencillo superar. Asumiendo diversos rostros, este síndrome ha emergido a la superficie una y otra vez en todos los continentes. Ningún país, independientemente de su importancia global, parece ser inmune. La evanescente memoria de acreedores y deudores, de los responsables de la política económica y los académicos, así como de la gente en general, no parece mejorar con el paso del tiempo, de ahí que cualquier lección de política sobre cómo "evitar" el siguiente derrumbe tenga, en el mejor de los casos, un alcance parcial. Es posible incluso ignorar las señales emitidas por un sólido sistema de indicadores de alerta temprana argumentando que las viejas reglas de la valuación financiera han caído en desuso y que la "crítica de Lucas" nos da la razón. (De acuerdo con la crítica de Lucas, así llamada en alusión a Robert Lucas, famoso por su obra sobre política macroeconómica, resulta ingenuo intentar predecir los efectos de un cambio en la política económica tan sólo a partir de las relaciones que registra la información histórica, en especial a partir de información con un alto grado de agregación.)

Aun si una crisis es inevitable, una revisión tan extensa de la necedad financiera debe ofrecernos al menos ciertas intuiciones básicas. Antes hemos señalado la importancia de desarrollar mejores series temporales para estudiar la historia de las crisis financieras, la premisa central de este libro. En lo que sigue destacamos algunas otras ideas.

Primero, en relación con mitigar y manejar crisis de deuda e inflación:

- Es esencial tener una imagen completa del endeudamiento del gobierno, pues ninguna estrategia de sustentabilidad de la deuda *externa* puede ser provechosa si no toma en cuenta la magnitud y las características de la deuda pública *interna*, idealmente incluyendo los pasivos contingentes.
- Cualquier estrategia sobre sustentabilidad de la deuda debe basarse en escenarios plausibles de desempeño económico, pues los hechos no favorecen la idea de que los países simplemente "salen" de sus deudas. Esta observación quizá limite las

opciones de los gobiernos que heredaron altos niveles de endeudamiento. Dicho de manera sucinta, éstos deben tener en cuenta la posibilidad de un "alto repentino" en el flujo de capital, pues se trata de un fenómeno recurrente en todas las economías del mundo, salvo las más grandes.

CUADRO XVII. 2. *Calificaciones del* Institutional Investor *para 66 países: ascender o descender de categoría (1979-2008)*

País	*Año de independencia (si ésta se obtuvo después de 1800)*	*Calificación del* Institutional Investor, *2008 (marzo)*	*Cambio en la calificación entre 1979 y 2008 (+ indica mejoría)*
África			
Angola	1975	n.d.	
Argelia	1962	54.7	–3.9
Costa de Marfil	1960	19.5	–28.7
Egipto	1831	50.7	16.8
Kenia	1963	29.8	–15.8
Marruecos	1956	55.1	9.6
Nigeria	1960	38.3	–15.8
República Centroafricana	1960	n.d.	
República de Mauricio*	1968	56.3	38.3
Sudáfrica	1910	65.8	3.8
Túnez	1957	61.3	11.3
Zambia	1964	n.d.	
Zimbabwe	1965	5.8	–18.0
Asia			
China		76.5	5.4
Corea*	1945	79.9	8.7
Filipinas	1947	49.7	4.0
Hong Kong*		n.d.	
India	1947	62.7	8.5
Indonesia	1949	48.7	–5.0
Japón		91.4	–5.5
Malasia*	1957	72.9	2.6
Myanmar	1948	n.d.	
Singapur*	1965	93.1	14.2
Tailandia*		63.1	8.4
Taiwán*	1949	n.d.	
Europa			
Alemania		94.8	–3.5
Austria		94.6	8.9
Bélgica*	1830	91.5	5.7
Dinamarca*		94.7	19.4
España		89.6	19.3
Finlandia*	1917	94.9	20.0
Francia		94.1	3.0
Grecia	1829	81.3	18.7
Holanda*		95.0	5.3
Hungría	1918	66.8	4.2
Italia		84.1	10.3
Noruega*	1905	95.9	7.0
Polonia	1918	73.0	23.5
Portugal		84.8	32.8
Reino Unido*		94.0	3.4
Rumania	1878	58.4	3.6
Rusia		69.4	–9.4
Suecia		94.8	10.6
Turquía		52.0	37.2

Latinoamérica			
Argentina	1816	41.9	–20.5
Bolivia	1825	30.3	–1.3
Brasil	1822	60.6	4.3
Chile	1818	77.4	23.2
Colombia	1819	54.7	–6.0
Costa Rica	1821	52.3	7.6
Ecuador	1830	30.9	–22.3
El Salvador	1821	46.6	33.7
Guatemala	1821	41.3	19.7
Honduras	1821	31.5	12.4
México	1821	69.3	–2.5
Nicaragua	1821	19.3	8.9
Panamá	1903	57.1	11.6
Paraguay	1811	29.7	–13.7
Perú	1821	57.7	27.0
República Dominicana	1845	36.1	–0.3
Uruguay	1811	48.8	7.8
Venezuela	1830	43.1	–29.3
Norteamérica			
Canadá*	1867	94.6	1.1
Estados Unidos*		93.8	–5.1
Oceanía			
Australia*	1901	91.2	3.5
Nueva Zelanda*	1907	88.2	10.0

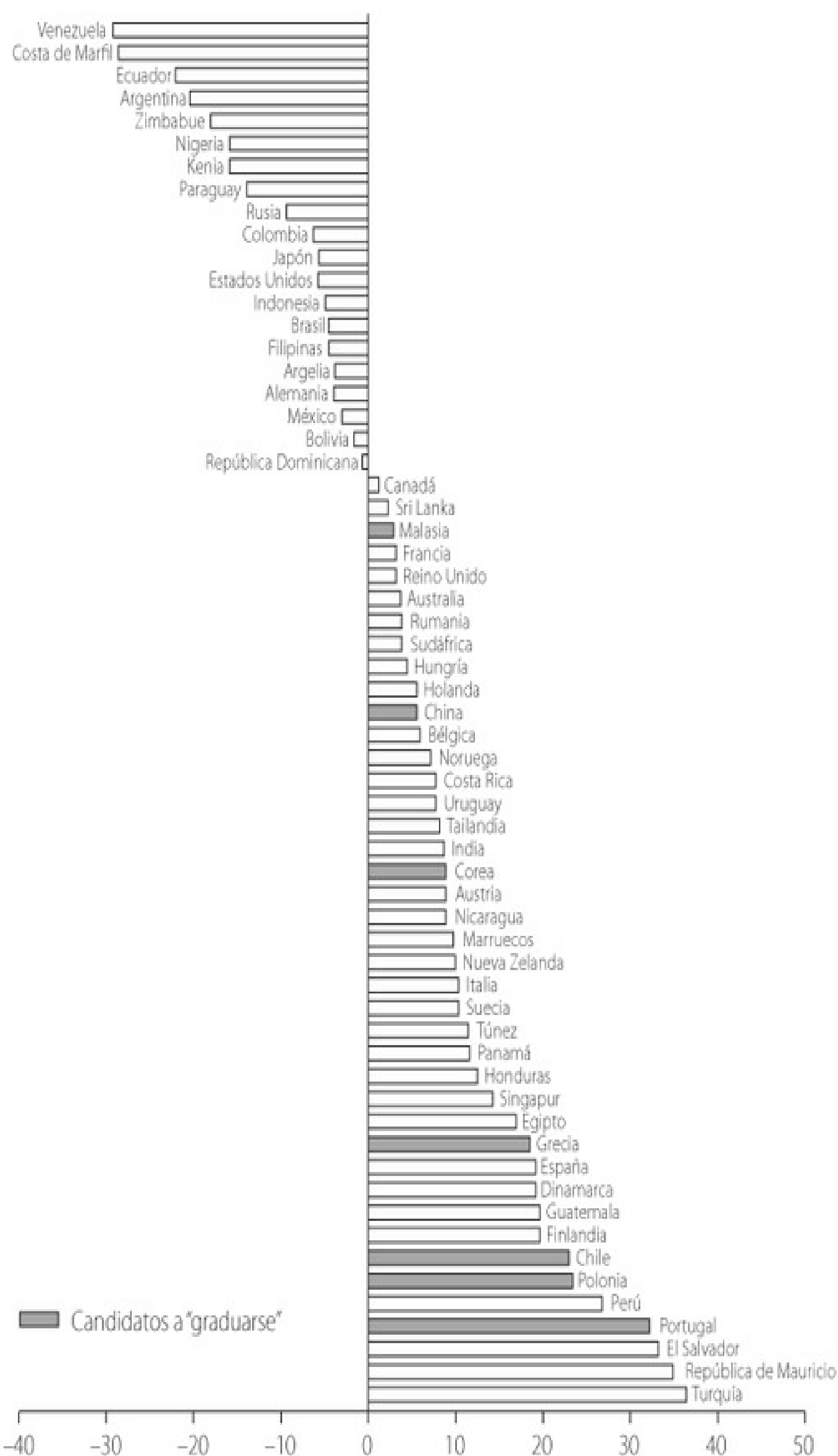
NOTA: El asterisco indica la ausencia de una historia de impago o reprogramación de deuda soberana.
FUENTES: *Institutional Investor* (varios años), las estimaciones de los autores, y Qian y Reinhart (2009).

- Los riesgos de que la política monetaria (trátese de un tipo de cambio fijo o flexible) sufra una inflación parecen también estar vinculados de manera importante a los niveles de deuda interna. Muchos gobiernos han sucumbido a la tentación de recurrir a una inflación para reducir su deuda interna.

Segundo, los responsables de la política económica deben reconocer que las crisis bancarias tienden a ser acontecimientos de larga duración. Algunos episodios (por ejemplo Japón en 1992 o España en 1977) se han prolongado todavía más debido a la demora de las autoridades en aceptar el problema. Las finanzas fiscales sufren enormemente a medida que se incrementan los costos del rescate y los ingresos públicos se contraen como consecuencia de la crisis. Sin embargo, nuestra extensa cobertura de crisis bancarias dice poco acerca del controvertido problema de la eficacia de los paquetes de estímulos como método para acortar la duración de una crisis y suavizar sus efectos sobre la economía. Antes de la segunda Guerra Mundial, rara vez se hizo frente a una crisis bancaria por medio de una política fiscal correctiva. El periodo de la posguerra sólo ha sido testigo de unas cuantas crisis bancarias profundas en las economías avanzadas. Antes de 2007, sólo durante la crisis japonesa se optó abiertamente por medidas de estímulo como parte de la política de respuesta. En las incontables crisis bancarias de los mercados emergentes los paquetes de estímulo fiscales no fueron una opción, pues los gobiernos quedaron excluidos de los mercados internacionales de capital. El aumento en el gasto del gobierno durante estos episodios fue sobre todo un reflejo de los desembolsos hechos por el rescate y de un considerable incremento en el servicio de la deuda. Resulta peligroso derivar una conclusión acerca de la eficacia de los paquetes

de estímulo fiscal tan sólo a partir de un único episodio. Sin embargo, el alza en la deuda pública como resultado de una crisis es un factor importante que debe tomarse en cuenta cuando se analiza hasta dónde debería llegar un gobierno con tal de contrarrestar los efectos negativos de la crisis sobre la actividad económica. Este mensaje cobra especial relevancia en el caso de los países con una historia de intolerancia a la deuda, los cuales pueden vérselas duras incluso a niveles relativamente moderados de deuda.

GRÁFICA XVII.1. *Cambios en las calificaciones sobre crédito soberano de 66 países de acuerdo con el* Institutional Investor (*1979-2008)*



NOTA: Malasia y Polonia han sido considerados candidatos a *graduarse,* pero se trata de casos limítrofes.

FUENTES: Qian y Reinhart (2009), así como las fuentes ahí citadas.

Tercero, en cuanto a alcanzar la condición de país graduado, la lección política más grande es que echar las campanas al vuelo de manera prematura puede traer complacencia y un descenso de categoría. Muchas crisis profundas de deuda en las que se incurrió en impagos (o se estuvo a punto de cometer uno) tuvieron lugar justo después de que el país en cuestión recibiera calificaciones más altas, ganándose así un sitio en la OCDE (por ejemplo México, Corea y Turquía), y se le viera como un modelo que debería imitarse entre la comunidad internacional (por ejemplo Argentina a finales de la década de 1990, antes de su derrumbe a finales de 2001).

LA ÚLTIMA VERSIÓN DEL SÍNDROME DE "ESTA VEZ ES DISTINTO"

Al abordar la reciente crisis financiera descubrimos que prevalecía la idea de que deudores y acreedores habían aprendido de los errores del pasado y que las crisis financieras no iban a volver por un largo tiempo, al menos en los mercados emergentes y en las economías avanzadas. Se afirmaba que gracias a políticas macroeconómicas mejor informadas y prácticas crediticias más inteligentes era casi imposible que el mundo presenciara una nueva oleada de impagos. De hecho, en el periodo previo a la reciente crisis financiera, se apelaba con insistencia al argumento de "esta vez es distinto" para los mercados emergentes en virtud de que sus gobiernos ahora dependían más de financiamientos de deuda interna.

Sin embargo, puede ser prematuro echar las campanas al vuelo, pues ello es desconocer la historia de los mercados emergentes. Los ciclos de flujo de capital e impago han estado presentes desde por lo menos 1800, si no es que desde antes, en otras partes del planeta. No es claro entonces por qué habrían de terminar de un momento a otro.

En cuanto a los países ricos, durante la antesala de la reciente crisis el síndrome de "esta vez es distinto" asumió sobre todo la forma de una confianza absoluta en la invulnerabilidad de las actuales instituciones monetarias. Los bancos centrales quedaron prendados de sus propias estrategias para fijar metas inflacionarias, en la creencia de que habían descubierto la manera de mantener una inflación baja y estabilizar la producción de manera óptima. Aunque su éxito se debió a un decidido avance institucional, en especial en términos de autonomía, al parecer fue mayor el alarde alrededor del mismo. Políticas que parecían funcionar a la perfección durante un *boom* generalizado, de pronto, frente a una recesión de grandes dimensiones, resultaban ser todo menos robustas. Por su parte, los inversionistas confiaban en que los bancos centrales los rescatarían en caso de algún problema. La famosa "opción de venta Greenspan" (así llamada en honor al presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan) estuvo basada en la creencia (justificada empíricamente) de que el banco central de los Estados Unidos resistiría un incremento en las tasas de interés en respuesta a una rápida escalada en los precios de los activos (y por lo tanto no las combatiría), pero que reaccionaría con determinación ante cualquier caída abrupta de dichos precios reduciendo las tasas de interés a fin de apuntalarlos. De este modo, pensaron los mercados, la Reserva Federal

estaba ofreciendo a los inversionistas una apuesta segura. Que la Reserva Federal recurriría a medidas extraordinarias tan pronto como se iniciara un colapso, es algo que hoy ha quedado demostrado. En retrospectiva, hoy resulta evidente que un acercamiento basado enteramente en la inflación sólo puede justificarse en un contexto donde otros reguladores garanticen que el apalancamiento (el endeudamiento) no será excesivo.

Así las cosas, la lección de la historia es que si bien las instituciones y las políticas económicas siguen perfeccionándose, siempre existirá la tentación de sobrepasar los límites. Tal como un individuo puede irse a la bancarrota sin importar su riqueza inicial, un sistema financiero puede colapsarse bajo la presión de la codicia, los intereses y el lucro sin importar cuán bien regulado parezca estar.

La tecnología ha cambiado, la estatura de los seres humanos ha cambiado y las modas han cambiado. Sin embargo, la habilidad de los gobiernos y los inversionistas para autoengañarse una y otra vez provocando ataques de euforia que por lo general terminan en lágrimas, parece seguir siendo una constante. A ningún lector atento de Friedman y Schwartz le causará sorpresa esta lección sobre la capacidad de los gobiernos para arruinar los mercados financieros, tema central de sus análisis.[8] En cuanto a los mercados financieros, con gran tino Kindleberger dio al primer capítulo de su famoso libro el siguiente título: "Crisis financieras: una resistente planta perenne".[9]

Hemos regresado adonde comenzamos: el concepto de fragilidad financiera en las economías sumamente endeudadas. Muy a menudo, periodos de fuerte endeudamiento pueden tener lugar en medio de una burbuja y prolongarse por un tiempo asombrosamente largo. Sin embargo, las economías con un alto grado de apalancamiento, en particular aquellas donde la continua renegociación de la deuda a corto plazo se sostiene gracias únicamente a la confianza en activos implícitos poco líquidos, rara vez sobreviven por mucho tiempo, sobre todo si el apalancamiento sigue creciendo libremente. Quizá esta vez parezca distinto, pero casi siempre una mirada más a fondo revela que no es así. Es un alivio saber que la historia ofrece, en efecto, señales de alerta, señales que los responsables de la política económica pueden considerar al momento de evaluar los riesgos—siempre y cuando, escudados en una burbuja crediticia, no los ciegue demasiado el éxito, asegurando, como lo han hecho sus predecesores por siglos, que "esta vez es distinto"—.

[1] En cuanto a indicadores de riesgo de crisis monetarias, véanse Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998); Berg y Pattillo (1999); Bussiere y Mulder (2000); Berg *et al*. (2004); Bussiere y Fratzscher (2006); Bussiere (2007), y las fuentes ahí citadas. Sobre crisis bancarias, véase Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998-1999). Sobre las crisis gemelas (indicadores que señalan los riesgos que corre un país de vivir al mismo tiempo una crisis bancaria y monetaria), véanse Kaminsky y Reinhart (1999), y Goldstein, Kaminsky y Reinhart (2000).

[2] Idealmente, uno desearía además información similar sobre el precio de los bienes inmuebles comerciales, factor de particular relevancia en las burbujas de activos en Japón y en otras economías asiáticas en la antesala de sus principales crisis bancarias.

[3] Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998), y Kaminsky y Reinhart (1999). El método basado en señales, descrito en detalle por Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998), clasifica los indicadores de acuerdo con el coeficiente "señal/falsa alarma". Cuando un indicador envía una señal (ondea una bandera roja) y se produce una crisis en un lapso de dos años, se trata de una señal correcta; si, por el contrario, no se produce crisis alguna después de emitida la señal, se trata de una falsa alarma. Por lo tanto, los mejores indicadores son aquellos con el cociente más bajo señal/falsa alarma.

[4] Hemos señalado la necesidad de un nuevo organismo supervisor internacional también en Reinhart y Rogoff (1008d).

[5] Véase Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a).

[6] Qian y Reinhart (2009).

[7] Véase Kaminsky, Reinhart y Végh (1004).

[8] Friedman y Schwartz (1963).

[9] Véase Kindleberger (1989).

APÉNDICES

Apéndice A.1
SERIES TEMPORALES MACROECONÓMICAS

Este apéndice cubre las series temporales macroeconómicas usadas en el libro. Por su parte, el apéndice A.2 cubre la base de datos sobre deuda pública.

Abreviaturas usadas con frecuencia (fuentes y términos). En los cuadros que siguen aparecen enlistadas otras fuentes.

BNB	Banco Nacional de Bélgica
DIA	Díaz *et al*. (2005)
ESFDB	European State Finance Database
GDF	Banco Mundial, *Global Development Finance* (varios números)
GFD	Global Financial Data
GPIHG	Global Price and Income History Group
INB	ingreso nacional bruto
IFS	Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics (varios números)
II	*Institutional Investor*
IISH	International Institute of Social History
KRV	Kaminsky, Reinhart y Végh (2003)
MAD	Maddison (2004)
MIT	Mitchell (2003a, 2003b)
OXF	Oxford Latin American Economic History Database
PNN	producto nacional neto
RR	Reinhart y Rogoff (los años que se indiquen)
TED	Total Economy Database
UMN	unidad monetaria nacional
WEO	Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook* (varios números)

CUADRO A.1.1. *Índice de precios al consumidor o índice del costo de vida (a menos que se indique lo contrario)*

País	Periodo cubierto	Fuente	Observaciones
Alemania	1427-1765	Allen (2001)	Múnich
	1637-1855	Hoffman *et al.* (2002)	Precio del trigo
	1820-2007	*GFD, WEO*	
Angola	1914-1962	MIT	
	1991-2007	*WEO*	
Argelia	1869-1884	Hoffman *et al.* (2002)	Precio del trigo
	1938-2007	*GFD, WEO*	
Argentina	1775-1812	Garner (2007)	Únicamente Buenos Aires
	1864-1940	Williamson (1999)	
	1884-1913	Flandreau y Zumer (2004)	
	1900-2000	OXF	
	1913-2000	DIA	
	1913-2007	*GFD, WEO*	
Australia	1818-1850	Butlin (1962), Vanplew (1987), GPIHG	Nueva Gales, precio de los comestibles
	1850-1983	Shergold (1987), GPIHG	Sydney, comestibles
	1861-2007	*GFD, WEO*	
Austria	1440-1800	Allen (2001)	Viena
	1800-1914	Hoffman *et al.* (2002)	Precio del trigo
	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	
	1919-2007	*GFD, WEO*	
Bélgica	1462-1913	Allen (2001)	Amberes
	1835-2007	*GFD, WEO*	
Bolivia	1936-2007	*GFD, WEO*	
Brasil	1763-1820	Garner (sin fecha)	Únicamente Río de Janeiro
	1830-1937	Williamson (1999)	Únicamente Río de Janeiro
	1861-2000	DIA	
	1912-2007	*GFD, WEO*	
Canadá	1867-1975	StatCan	
	1910-2007	*GFD, WEO*	

Chile	1754-1806	Garner (2007)	Únicamente Santiago
	1810-2000	DIA	
	1900-2000	OXF	
	1913-2007	*GFD, WEO*	
China	1644-2000	Lu y Peng (2006)	Precio del arroz
	1867-1935	Hsu	Precios al por mayor
	1926-1948	*GFD, WEO*	
	1978-2007		
Colombia	1863-1940	Williamson (1999)	
	1900-2000	OXF	
	1923-2007	*GFD, WEO*	
Corea	1690-1909	Jun y Lewis (2002)	Precio del trigo en el sur del país
	1906-1939	Williamson (2000b)	
	1948-2007	*GFD, WEO*	
Costa de Marfil	1951-2007	*GFD, WEO*	
Costa Rica	1937-2007	*GFD, WEO*	
Dinamarca	1748-1800	Hoffman *et al.* (2002)	Precio del trigo
	1815-2007	*GFD, WEO*	
Ecuador	1939-2007	*GFD, WEO*	
Egipto	1859-1941	Williamson (2000a)	
	1913-2007	*GFD, WEO*	
	1915-1999	*GFD*	
El Salvador	1937-2000	OXF	
	1980-2007	*WEO*	
España	1500-1650	Hamilton (1969)	Valencia
	1651-1800	Hoffman *et al.* (2002)	Precio del trigo, el huevo y el lino
	1800-2000	DIA	
	1980-2000	*WEO*	

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Observaciones*
Estados Unidos	1720-1789	Carter *et al.* (2006)	Precios al por menor
	1774-2003	Carter *et al.* (2006)	
	1980-2007	*WEO*	
Filipinas	1899-1940	Williamson (2000b)	
	1937-2007	*GFD, WEO*	
Finlandia	1860-2001	Cuentas Históricas Nacionales de Finlandia	
	1980-2007	*WEO*	
Francia	1431-1786	Allen (2001)	
	1840-1913		
	1807-1935	Dick y Floyd (1997)	Precios al por menor
	1840-2007	*GFD, WEO*	
Ghana	1949-2007	*GFD, WEO*	
Grecia	1833-1938	Kostelenos *et al.* (2007)	Deflactor del PIB
	1922-2007	*GFD, WEO*	
Guatemala	1938-2000	OXF	
	1980-2007	*WEO*	
Holanda	1500-1800	Van Zanden (2005)	
	1800-1913	Van Riel (2009)	
	1880-2007	*GFD, WEO*	
Honduras	1938-2000	OXF	
	1980-2007	*WEO*	
Hungría	1923-2007	*GFD, WEO*	
India	1866-2000	DIA	
	1873-1939	Williamson (2000b)	
	1913-2007	*GFD, WEO*	
Indonesia	1820-1940	Williamson (2000b)	
	1948-2007	*GFD, WEO*	

Italia	1548-1645 1734-1806	Allen (2001)	Nápoles
	1701-1860	De Maddalena (1974)	Precio del trigo, Milán
	1861-2007	*GFD, WEO*	
Japón	1600-1650	Kimura (1987)	
	1818-1871	Bassino y Ma (2005)	
	1860-1935	Williamson (2000b)	
	1900-2007	*GFD, WEO*	
Kenia	1947-2007	*GFD, WEO*	
Malasia	1948-2007	*GFD, WEO*	
Marruecos	1939-2007	*GFD, WEO*	
México	1786-1821	Garner (2007)	Zacatecas
	1877-1940	Williamson (1999)	
	1918-2007	*GFD, WEO*	
Myanmar (Birmania)	1970-1940	Williamson (2000b)	
	1939-2007	*GFD, WEO*	
Nueva Zelanda	1857-2004	Estadísticas Nueva Zelanda	
	1980-2007	*WEO*	
Nicaragua	1937-2007	*GFD, WEO*	
Nigeria	1953-2007	*GFD, WEO*	
Noruega	1516-2005	Grytten (2008)	
	1980-2007	*WEO*	
Panamá	1939-2000	OXF	
	1980-2007	*WEO*	
Paraguay	1938-2007	*GFD, WEO*	
	1750-1816	Garner (2007)	Potosí

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Observaciones*
Perú	1790-1841	Garner (2007)	Lima
	1800-1873	DIA	
	1913-2000		
	1980-2007	*WEO*	
Polonia	1701-1815	Hoffman *et al.* (2002)	Precio de la avena, Varsovia
	1816-1914	Allen (2001)	Varsovia
	1921-1939	*GFD, WEO*	
	1983-2007		
Portugal	1728-1893	Hoffman *et al.* (2002)	
	1881-1997	Bordo *et al.* (2001)	Precio del trigo
	1980-2007	*WEO*	
Reino Unido	1450-1999	Van Zanden (2002)	Sur de Inglaterra
	1781-2007	*GFD, WEO*	
República Centroafricana	1956-1993	MIT	
	1980-2007	*WEO*	
República de Mauricio	1946-2007	*GFD, WEO*	
República Dominicana	1942-2000	OXF	
	1980-2007	*WEO*	
Rumania	1779-1831	Hoffman *et al.* (2002)	Precio del trigo, Wallachia
	1971-2007	*WEO*	
Rusia	1853-1910	Borodkin (2001)	Precio de la harina de trigo y el centeno, San Petersburgo
	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	
	1917-1924	*GFD, WEO*	
	1927-1940		
	1944-1972		
	1991-2007		
Singapur	1948-2007	*GFD, WEO*	

Sri Lanka	1939-2007	*GFD, WEO*	
Sudáfrica	1895-2007	*GFD, WEO*	
Suecia	1732-1800	Hoffman *et al.* (2002)	Precio del trigo
	1800-2000	Edvinsson (2002)	
	1980-2007	*WEO*	
Tailandia (Siam)	1820-1941	Williamson (2000b)	
	1948-2007	*GFD, WEO*	
Taiwán	1897-1939	Williamson (2000b)	
	1980-2007	*WEO*	
Túnez	1939-2007	*GFD, WEO*	
Turquía	1469-1914	Pamuk (2005)	Estambul
	1854-1941	Williamson (2000a)	
	1922-2007	*GFD, WEO*	
Uruguay	1870-1940	Williamson (1999)	
	1929-2000	OXF	
	1980-2007	*WEO*	
Venezuela	1830-2002	Baptista (2006)	
	1914-2007	*GFD, WEO*	
Zambia	1938-2007	*GFD, WEO*	
Zimbabwe	1920-1970	MIT	
	1930-2007	*GFD, WEO*	

CUADRO A.1.2. *Tipo de cambio nominal, periodo moderno (moneda nacional frente al dólar estadunidense y otras divisas)*

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Otros tipos de cambio importantes*
Alemania	1698-1810	ESFDB, trayectoria del tipo de cambio	Libra esterlina
	1795-2007	*GFD, IFS*	
Angola	1921-2007	*GFD, IFS*	
Argelia	1831-2007	*GFD, IFS*	Franco francés, euro
Argentina	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	Franco francés
	1885-2007	*GFD, IFS*	
Australia	1835-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Austria	1814-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina, marco alemán
Bélgica	1830-2007	*GFD, IFS*	Franco francés
Bolivia	1863-2007	*GFD, IFS*	
Brasil	1812-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Canadá	1858-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Chile	1830-1995	Braun *et al.* (2000)	Libra esterlina
	1878-2007	*GFD, IFS*	
China	1848-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Colombia	1900-2000	OXF	Libra esterlina
	1919-2007	*GFD, IFS*	
Corea	1905-2007	*GFD, IFS*	Yen japonés
Costa Rica	1921-2007	*GFD, IFS*	
Dinamarca	1864-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina, marco alemán

Ecuador	1898-2000 1980-2007	OXF, Pick (varios años) *IFS*	
Egipto	1869-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
El Salvador	1870-2007	*GFD, IFS*	
España	1814-2007	*GFD, IFS*	Marco alemán
Estados Unidos	1660-2007	*GFD, IFS*	
Filipinas	1893-2007	*GFD, IFS*	Peseta española
Finlandia	1900-2007	*GFD, IFS*	Marco alemán
Francia	1619-1810 1800-2007	ESFDB, trayectoria del tipo de cambio *GFD, IFS*	Libra esterlina Libra esterlina, marco alemán
Grecia	1872-1939 1901-2007	Lazaretou (2005) *GFD, IFS*	Libra esterlina, marco alemán
Guatemala	1900-2007	*GFD, IFS*	
Holanda	1698-1810 1792-2007	ESFDB, trayectoria del tipo de cambio *GFD, IFS*	Libra esterlina Marco alemán
Honduras	1870-2007	*GFD, IFS*	
Hungría	1900-2007	*GFD, IFS*	Chelín austriaco
India	1823-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Indonesia	1876-2007	*GFD, IFS*	Florín holandés
Italia	1816-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina, marco alemán

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Otros tipos de cambio importantes*
Japón	1862-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Kenia	1898-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Malasia	1900-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Marruecos	1897-2007	*GFD, IFS*	Franco francés, euro
México	1814-2007 1823-1999	*GFD, IFS*	Libra esterlina, franco francés
Myanmar (Birmania)	1900-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Nicaragua	1912-2007	*GFD, IFS*	
Nigeria	1900-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Noruega	1819-2007	*GFD, IFS*	Corona sueca, marco alemán
Nueva Zelanda	1892-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Panamá	1900-2007	*GFD, IFS*	
Paraguay	1900-2000 1980-2007	OXF *IFS*	Peso argentino
Perú	1883-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Polonia	1916-2007	*GFD, IFS*	
Portugal	1750-1865 1794-2007	Trayectoria del tipo de cambio *GFD, IFS*	*Grote* holandés Libra esterlina, marco alemán
Reino Unido	1619-1810 1660-2007	ESFDB, trayectoria del tipo de cambio *GFD, IFS*	Franco francés

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Otros tipos de cambio importantes*
República Centroafricana	1900-2007	*GFD, IFS*	Franco francés
República de Mauricio	1900-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
República Dominicana	1905-2007	*GFD, IFS*	
Rumania	1814-2007 1900-2000 1921-2007	*GFD* OXF, *IFS* *GFD, IFS*	
Singapur	1834-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Sri Lanka	1900-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Sudáfrica	1900-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Suecia	1814-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina, marco alemán
Tailandia (Siam)	1859-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Taiwán	1895-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina, yen japonés
Túnez	1900-2007	*GFD, IFS*	Franco francés
Turquía	1859-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Uruguay	1900-2007	*GFD, IFS*	
Venezuela	1900-2007	*GFD, IFS*	
Zambia	1900-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina
Zimbabwe	1900-2007	*GFD, IFS*	Libra esterlina

CUADRO A.1.3. *Tipo de cambio basado en la plata, periodo antiguo (moneda nacional frente al penique británico)*

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Moneda, observaciones*
Alemania	1350-1830	Allen y Unger (2004)	Diversos tipos de penique
Austria	1371-1860	Allen y Unger (2004)	*Kreutzer,* Viena
Bélgica	1349-1801	Korthals Altes (1996)	*Hoet*
España	1351-1809	Allen y Unger (2004)	Diversas monedas
Francia	1258-1789	Allen y Unger (2004)	Libra de Tours
Holanda	1366-1800	Allen y Unger (2004), Van Zanden (2005)	Diversas monedas
Italia	1289-1858	Malanima (sin fecha)	Lira florentina
Portugal	1750-1855	Godinho (1955)	Real
Rusia	1761-1840	Lindert y Mironov (sin fecha)	Rublo común
Suecia	1523-1573	Söderberg (2004)	Marco *öre*
Turquía	1555-1914	Ozmucur y Pamuk (2002)	*Akche*

CUADRO A.1.4. *Contenido en plata de las monedas*

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Moneda, observaciones*
Alemania	1350-1798	Allen (2001), Allen y Unger (2004)	Penique, Fráncfort
	1417-1830	Allen (2001), Allen y Unger (2004)	Penique, Augsburgo
Austria	1371-1860	Allen y Unger (2004)	*Kreutzer,* Viena
Bélgica	1349-1801	Korthals Altes (1996)	*Hoet*
España	1351-1650		Dinar, Valencia
	1501-1800	Allen y Unger (2004)	Maravedís, Nueva Castilla
	1630-1809	Allen y Unger (2004)	Real
Estados Unidos	1800-1979	Allen y Unger (2004)	Dólar
Francia	1258-1789	Allen (2001), Allen y Unger (2004)	Libra de Tours
Holanda	1366-1575	Allen y Unger (2004)	*Grote* flamenco
	1450-1800	Van Zanden (2005)	Florín
Italia	1289-1858	Malanima (sin fecha)	Lira florentina
Portugal	1750-1855	Godinho (1955)	Real
Reino Unido	1261-1918	Allen y Unger (2004)	Penique
Rusia	1761-1840	Lindert y Mironov	Rublo común
	1761-1815	(sin fecha)	*Assignatzia*
Suecia	1523-1573	Söderberg (2004)	Marco *öre*
Turquía	1555-1914	Ozmucur y Pamuk (2002)	*Akche*

CUADRO A.1.5. *PNB real y nominal (moneda nacional)*

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Observaciones*
Angola	1962-2007	*GFD, WEO, IFS*	
Argelia	1950-2007	*GFD, WEO, IFS*	
Argentina	1884-1913	Flandreau y Zuner (2004)	Nominal
	1875-2000	DIA	Índice de producción total (1995=100)
	1900-2000	OXF	Real (año base=1970)
	1900-2007	*GFD, WEO*	
Australia	1798-2007	*GFD, WEO*	Nominal
	1820-2000	DIA	Índice de producción total (1995=100)
Bélgica	1835-2007	BNB, Centro de Estudios Económicos de la Universidad de Lovaina	Nominal
Bolivia			
Brasil	1861-2007	*GFD, WEO*	Nominal
	1850-2000	DIA	Índice de producción total (1995=100)
	1900-2000	OXF	(año base=1970)
Canadá			
Chile	1810-2000	DIA	Índice de producción total (1995=100)
China (PNN)	1962-1999	*GFD*	
Colombia	1900-2000	OXF	Real (año base=1970)
	1925-1999	*GFD*	
Corea	1911-1940	Cha y Kim (2006) INB	En miles de yenes, el INB también fue calculado
	1953-1999	*GFD*	

Costa de Marfil			
Costa Rica	1947-1999	*GFD*	
Dinamarca	1818-1975	Nordic Historical National Accounts	
Egipto	1886-1945	Yousef (2002)	
	1952-2007	*GFD, WEO*	
	1821-1859	Landes (1958)	Producción de algodón
Estados Unidos	1790-2002	Carter *et al.* (2006)	Real, per cápita
	1948-1999	*GFD*	
Filipinas	1910-1970	Bassino y Van der Eng (2006)	
	1946-1997	*GFD, WEO*	
Finlandia	1860-2001	Nordic Historical National Accounts	
Grecia	1833-1939	Kostelenos *et al.* (2007)	
	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004) INB	
	1927-1999	*GFD*	
	1948-1999	*GFD*	
Holanda	1800-1913	Cuentas Históricas Nacionales de Holanda	
India	1900-1921	*GFD*	
	1948-2007	*GFD, WEO*	
	1861-1899	Brahmananda (2001)	Real, per cápita
	1820-2000	DIA	Índice de producción total
Indonesia	1815-1913	Van Zanden (2006)	Java
	1910-1970	Bassino y Van der Eng (2006)	
	1921-1939	*GFD*	
	1951-1999	*GFD*	
	1911-1938	*GFD*	
	1953-1999	*GFD*	

Malasia	1910-1970	Bassino y Van der Eng (2006)	
	1949-1999	*GFD*	
México	1820-2000	DIA	Índice de producción total (1995=100)
	1900-2000	OXF	
	1900-2000	OXF	Real (año base=1970)
	1925-1999	*GFD*	
Myanmar (Birmania)	1913-1970	Bassino y Van der Eng (2006)	
	1950-1999	*GFD*	
Noruega	1830-2003	Grytten (2008)	
Perú	1900-2000	OXF	Real (año base=1970)
	1900-2000	OXF	Nominal
	1942-1999	*GFD*	
Reino Unido	1830-1999	*GFD*	INB
	1948-1999	*GFD*	
Rusia	1885-1913	Flandreau y Zumer (2004) INB	Nominal
	1928-1940	*GFD*	
	1945-1995	*GFD*	
	1979-1997	*GFD*	
	1992-1999	*GFD*	Producción
Sri Lanka	1900-1970	Bassino y Van der Eng (2006)	
Sudáfrica	1911-1999	*GFD*	
Suecia	1720-2000	Edvinsson (2002)	Real, per cápita
	1800-2000	Edvinsson (2002)	Nominal y real
Tailandia (Siam)	1946-2007	*GFD, WEO*	
	1910-1970	Bassino y Van der Eng (2006)	
Taiwán	1910-1970	Bassino y Van der Eng (2006)	
Turquía	1923-2005	*GFD*	Nominal
	1950-1999	*GFD*	
Uruguay	1935-1999	*GFD*	
	1955-2000	OXF	
	1900-2000	OXF INB	Real (año base=1970)
	1955-1999	*GFD*	
Venezuela	1830-2002	Baptista (2006)	
	1900-2000	OXF	Real (año base=1970)
	1950-2007	*GFD, WEO*	

CUADRO A.1.6. *Producto nacional bruto (paridad de poder adquisitivo en dólares constantes)*

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Observaciones*
Alemania	1850-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1949
Angola	1950-2005	MAD, TED	
Argelia	1950-2005	MAD, TED	Interpolación 1821-1949
	1820-2005	RR (2008a)	
Argentina	1875-2000	DIA	Año base=1996
	1900-2005	MAD, TED	
	1870-2005	RR (2008a)	Interpolación 1871-1899
Australia	1820-2006	MAD, TED	
Austria	1870-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1869
Bélgica	1846-2006	MAD, TED	Interpolación 1821-1845
	1820-2006	RR (2008a)	
Bolivia	1945-2005	MAD, TED	
	1936-2005	RR (2008a)	Interpolación 1936-1944
Brasil	1820-2000	DIA	Año base=1996
	1870-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	Interpolación 1821-1869
Canadá	1870-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1869
Chile	1810-2000	DIA	Año base=1996
	1820-2005	MAD, TED	
China	1929-1938	MAD, TED	
	1950-2006		
Colombia	1900-2005	MAD, TED	

Corea	1911-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1910
Costa Rica	1920-2005	MAD, TED	
Dinamarca	1820-2006	MAD, TED	
Ecuador	1939-2005	MAD, TED	
	1900-2000	OXF	Año base=1970
	1900-2005	RR (2008a)	Interpolación 1900-1938
Egipto	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	Interpolación 1821-1949
El Salvador	1900-2000	OXF	Año base=1970
España	1850-2006	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	Interpolación 1821-1949
Estados Unidos	1870-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1869
Filipinas	1902-2005	MAD, TED	
	1870-2005	RR (2008a)	Interpolación 1871-1901
Finlandia	1860-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1859
Francia	1820-2006	MAD, TED	
Grecia	1921-2005	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1920
Guatemala	1920-2005	MAD, TED	
Honduras	1920-2005	MAD, TED	
Hungría	1824-2006	MAD, TED	
	1870-2006	RR (2008a)	Interpolación 1871-1923

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Observaciones*
India	1884-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1883
Indonesia	1870-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	Interpolación 1821-1869
Japón	1870-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1869
Kenia	1950-2005	MAD, TED	
Malasia	1911-2005	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1910
México	1900-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1899
Marruecos	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	Interpolación 1821-1949
Myanmar (Birmania)	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	Interpolación 1821-1949
Panamá	1945-2005	MAD, TED	
	1939-2005	RR (2008a)	Interpolación 1939-1944
Paraguay	1939-2005	MAD, TED	
Perú	1895-2005	MAD, TED	
Polonia	1929-1938	MAD, TED	
	1950-2006		
	1870-2005	RR (2008a)	Interpolación 1871-1928
Portugal	1865-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1864
Reino Unido	1830-2006	MAD, TED	
	1820-2006	RR (2008a)	Interpolación 1821-1829

República Centroafricana	1950-2003	MAD	
República de Mauricio	1950-2005	MAD, TED	
República Dominicana	1950-2005	MAD, TED	
	1942-2005	RR (2008a)	Interpolación 1942-1949
Rumania	1926-1938	MAD, TED	
	1950-2006		
Rusia	1928-2006	MAD, TED	
Singapur	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	Interpolación 1821-1949
Sudáfrica	1950-2005	MAD, TED	
	1905-2005	RR (2008a)	Interpolación 1905-1949
Suecia	1820-2006	MAD, TED	
Tailandia (Siam)	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	Interpolación 1821-1949
Túnez	1950-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	Interpolación 1821-1949
Turquía	1923-2005	MAD, TED	
Uruguay	1870-2005	MAD, TED	
Venezuela	1900-2005	MAD, TED	
	1820-2005	RR (2008a)	Interpolación 1821-1899
Zambia	1950-2005	MAD, TED	
Zimbabwe	1950-2005	MAD, TED	
	1919-2005	MAD, TED	

NOTA: La información también está disponible en términos per cápita.

CUADRO A.1.7. *Ingresos y egresos del gobierno central (en moneda nacional a menos que se indique lo contrario)*

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Observaciones*
Alemania (Prusia)	1688-1806	ESFDB	
Alemania	1872-1934	MIT	Ingresos hasta 1942
	1946-1993		Alemania Occidental
	1979-2003	KRV	
Angola	1915-1973	MIT	
	1980-2003	KRV	
Argelia	1834-1960	MIT	Ingresos a partir de 1830
	1964-1975		
	1994-1996		
	1963-2003	KRV	
Argentina	1864-1999	MIT	
	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	
	1963-2003	KRV	
Australia	1839-1900	MIT	Ingresos a partir de 1824; para Nueva Gales del Sur y otras provincias alrededor de 1840
	1901-1997	MIT	Mancomunidad
	1965-2003	KRV	
Austria	1791-1993	MIT	Los periodos de la primera y la segunda Guerra Mundial presentan lagunas
	1965-2003	KRV	
Bélgica	1830-1993		Los periodos de la primera y la segunda Guerra Mundial presentan lagunas
	1965-2003	KRV	
Bolivia	1888-1999	MIT	Ingresos a partir de 1885
	1963-2003	KRV	
Brasil	1823-1994	Instituto Brasileño de Geografía y Estadística, MIT	
	1980-2003	KRV	

Canadá	1806-1840	MIT	El Bajo Canadá
	1824-1840		El Alto Canadá
	1867-1995		Canadá
	1963-2003	KRV	
Chile	1810-1995	Braun *et al.* (2000)	Año base=1995
	1857-1998	MIT	
	1963-2003	KRV	
China	1927-1936	Cheng (2003)	Partido Nacionalista
	1963-2003	KRV	
Colombia	1905-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Corea	1905-1939	MIT	Yen japonés
	1949-1997		Corea del Sur
	1963-2003	KRV	
Costa Rica	1884-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Costa de Marfil	1895-1912	MIT	
	1926-1999		
	1963-2003	KRV	
Dinamarca	1853-1993	MIT	
	1965-2003	KRV	
Ecuador	1884-1999	MIT	
	1979-2003	KRV	
Egipto	1821-1879	Landes (1958)	
	1852-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
El Salvador	1883-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
España	1520-1553	ESFDB	La información presenta lagunas
	1753-1788		
	1850-1997	MIT	
	1965-2003	KRV	

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Observaciones*
Estados Unidos	1789-1994	MIT	
	1960-2003	KRV	
Finlandia	1882-1993	MIT	
	1965-2003	KRV	
Filipinas	1901-2000	MIT	El periodo de la segunda Guerra Mundial presenta lagunas
	1963-2003	KRV	
Francia	1600-1785	ESFDB	
	1815-1993	MIT	
	1965-2003	KRV	
Grecia	1885-1940	MIT	Egresos a partir de 1833 y de nuevo en 1946
	1954-1993		
	1963-2003	KRV	
Guatemala	1882-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Holanda	1845-1993	MIT	
	1965-2003	KRV	
Honduras	1879-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Hungría	1868-1940	MIT	
India	1810-2000	MIT	
	1963-2003	KRV	
Indonesia	1821-1940	Mellegers (2006)	Indias Orientales Holandesas, florines, gobierno superior
	1816-1939	MIT	
	1959-1999		
	1963-2003	KRV	

Italia	1862-1993	MIT	
	1965-2003	KRV	
Japón	1868-1993	MIT	
	1963-2003	KRV	
Kenia	1895-2000	MIT	
	1970-2003	KRV	
Malasia	1883-1938	MIT	Malaya
	1946-1999		
	1963-2003	KRV	
Marruecos	1938-2000	MIT	Ingresos también para el periodo 1920-1929
	1963-2003	KRV	
México	1825-1998	MIT	
	1963-2003	KRV	
Myanmar (Birmania)	1946-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Nicaragua	1900-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Nigeria	1874-1998	MIT	
	1963-2003	KRV	
Noruega	1850-1992	MIT	
	1965-2003	KRV	
Nueva Zelanda	1841-2000	MIT	
	1965-2003	KRV	
Panamá	1909-1996	MIT	
	1963-2003	KRV	
Paraguay	1881-1900	MIT	Ingresos hasta 1902
	1913-1993		
	1963-2003	KRV	

Perú	1846-1998	MIT	
	1963-2003	KRV	
Polonia	1922-1937	MIT	
	1947-1993		Únicamente egresos
Portugal	1879-1902	MIT	
	1917-1992		
	1975-2003	KRV	
Reino Unido	1486-1815	ESFDB	
	1791-1993	MIT	
	1963-2003	KRV	
República Centroafricana	1906-1912	MIT	
	1925-1973		
	1963-2003	KRV	
República de Mauricio	1812-2000	MIT	
	1963-2003	KRV	
República Dominicana	1905-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Rumania	1883-1992	MIT	Egresos a partir de 1862
Rusia	1769-1815	ESFDB	
	1804-1914	MIT	
	1924-1934		
	1950-1990		
	1931-1951	Condoide (1951)	Presupuesto nacional
Singapur	1963-2000	MIT	
Sudáfrica	1826-1904	MIT	La provincia de Natal a partir de 1850
	1905-2000		
	1963-2003	KRV	

Sri Lanka	1811-2000	MIT	
	1963-2003	KRV	
Suecia	1881-1993	MIT	
	1980-2003	KRV	
Taiwán	1898-1938	MIT	
	1950-2000		
Tailandia (Siam)	1891-2000	MIT	Ingresos a partir de 1851
	1963-2003	KRV	
Túnez	1909-1954	MIT	
	1965-1999		
	1963-2003	KRV	
Turquía	1923-2000	MIT	
	1963-2003	KRV	
Uruguay	1871-1999	MIT	
	1963-2003	KRV	
Venezuela	1830-1998	MIT	
	1963-2003	KRV	
Zambia	1963-2003	KRV	
Zimbabwe	1894-1997	MIT	
	1963-2003	KRV	

CUADRO A.1.8. *Exportaciones e importaciones totales (moneda nacional y dólar estadunidense, según se indique)*

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Moneda, observaciones*
Alemania	1880-2007	*GFD, WEO*	
Angola	1891-2007	*GFD, WEO*	
Argelia	1831-2007	*GFD, WEO*	
Argentina	1864-2007	*GFD, WEO*	UMN
	1885-2007	*GFD, WEO*	Dólar estadunidense
	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	Exportaciones
Australia	1826-2007	*GFD, WEO*	
Austria	1831-2007	*GFD, WEO*	
Bélgica	1846-2007	*GFD, WEO*	
	1816-2007	*GFD, WEO*	Dólar estadunidense
Bolivia	1899-1935	*GFD*	UMN
	1899-2007		Dólar estadunidense
Brasil	1821-2007	*GFD, WEO*	
	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	Exportaciones
Canadá	1832-2007	*GFD, WEO*	UMN
	1867-2007		Dólar estadunidense
Chile	1857-1967	*GFD, WEO*	UMN
China	1865-1937	*GFD, WEO*	UMN
	1950-2007		
Colombia	1835-1938		UMN
	1919-2007	*GFD, WEO*	Dólar estadunidense
Corea	1886-1936	*GFD, WEO*	UMN
	1905-2007		Dólar estadunidense
Costa de Marfil	1892-2007	*GFD, WEO*	UMN
	1900-2007		Dólar estadunidense
Costa Rica	1854-1938	*GFD, WEO*	UMN
	1921-2007		Dólar estadunidense

Dinamarca	1841-2007 1865-2007	*GFD, WEO*	Exportaciones a partir de 1818, UMN Dólar estadunidense
Ecuador	1889-1949 1924-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense
Egipto	1850-2007 1869-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense
El Salvador	1859-1988 1870-2007	*GFD, WEO*	Exportaciones a partir de 1818, UMN Dólar estadunidense
España	1822-2007	*GFD, WEO*	
Estados Unidos	1788-2007	*GFD, WEO*	
Filipinas	1884-2007	*GFD, WEO*	
Finlandia	1818-2007 1900-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense
Francia	1800-2007	*GFD, WEO*	
Ghana	1850-2007 1900-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense
Grecia	1849-2007 1900-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense
Guatemala	1851-2007	*GFD, WEO*	
Holanda	1846-2007	*GFD, WEO*	
Honduras	1896-2007	*GFD, WEO*	
India	1832-2007	*GFD, WEO*	
Indonesia	1823-1974 1876-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense

Italia	1861-2007	*GFD, WEO*	
Japón	1862-2007	*GFD, WEO*	
Kenia	1900-2007	*GFD, WEO*	
Malasia	1905-2007	*GFD, WEO*	Incluye Singapur hasta 1955
Marruecos	1947-2007	*GFD, WEO*	
México	1797-1830 1972-2007 1797-1830 1872-2007	*GFD, WEO*	Libra esterlina UMN Dólar estadunidense
Myanmar (Birmania)	1937-2007	*GFD, WEO*	
Nicaragua	1895-2007	*GFD, WEO*	
Noruega	1851-2007	*GFD, WEO*	
Panamá	1905-2007	*GFD, WEO*	UMN
Paraguay	1879-1949 1923-2007	*GFD, WEO*	Dólar estadunidense
Perú	1866-1952 1882-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense
Polonia	1924-2007	*GFD, WEO*	
Portugal	1861-2007	*GFD, WEO*	
Reino Unido	1796-2007	*GFD, WEO*	
República de Mauricio	1833-2007 1900-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense
Rumania	1862-1993 1921-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense

Rusia	1802-1991 1815-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense
Singapur	1948-2007	*GFD, WEO*	
Sri Lanka	1825-2007 1900-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense
Sudáfrica	1826-2007 1900-2007	*GFD, WEO*	UMN Dólar estadunidense
Suecia	1832-2007	*GFD, WEO*	
Taiwán	1891-2007	*GFD, WEO*	
Tailandia (Siam)	1859-2007	*GFD, WEO*	
Turquía	1878-2007	*GFD, WEO*	
Uruguay	1862-1930 1899-2007	*GFD, WEO*	
Venezuela	1830-2007 1900-2007	*GFD, WEO*	
Zambia	1908-2007	*GFD, WEO*	
Zimbabwe	1900-2007	*GFD, WEO*	

CUADRO A.1.9. *Indicadores globales y centros financieros*

País	*Series*	*Periodo cubierto*	*Fuente*
Estados Unidos	Balanza en cuenta corriente / PIB	1790-2006	Carter *et al.* (2006), *WEO*
	Papel comercial a 60-90 días	1830-1900	Carter *et al.* (2006)
	Tasa de descuento	1915-2007	*GFD,* Junta de Gobernadores de la Reserva Federal
	Tasa de fondos federales	1950-2007	Junta de Gobernadores de la Reserva Federal
	Bonos a largo plazo	1798-2007	Carter *et al.* (2006), Junta de Gobernadores de la Reserva Federal
Reino Unido	Balanza en cuenta corriente / PIB	1816-2006	Imlah (1958), MIT, Estadísticas Nacionales del Reino Unido
	Tasa de bonos a perpetuidad	1790-2007	*GFD,* Banco de Inglaterra
	Tasa de descuento	1790-2007	*GFD,* Banco de Inglaterra
Todo el mundo	Precio nominal y real de las materias primas	1790-1850	Gayer, Rostow y Schwartz (1953)
		1854-1990	Boughton (1991)
		1862-1999	*Economist*
		1980-2007	*WEO*
	Fechas de impagos soberanos externos	1341-2007	Suter (1992), Purcell y Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff y Savastano (2003a), MacDonald (2006), Standard & Poor (varios números)

CUADRO A.1.10. *Precio real de la vivienda*

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Observaciones*
Argentina	1981-2007	Informe inmobiliario	Valor promedio de departamentos antiguos, Buenos Aires
Colombia	Primer trimestre de 1997-cuarto trimestre de 2007	Departamento Administrativo Nacional de Estadística	Índice del precio de viviendas nuevas, 23 municipios en total
Corea del Sur	Enero de 1986 a diciembre de 2006	Banco Kookmin	Índice del precio de la vivienda
	Primer trimestre de 2007-primer trimestre de 2008	Banco Kookmin	Índice del precio de la vivienda
España	Primer trimestre de 1990-primer trimestre de 2008	Banco de España	Índice del precio de la vivienda, viviendas tasadas, España
	1970-2007	Banco de Pagos Internacionales	Índice del precio de la vivienda, viviendas tasadas, España
Estados Unidos	1890-2007	Standard & Poor	Índice de precios nacionales Case-Shiller, Estados Unidos
	Primer trimestre de 1987-segundo trimestre de 2008	Standard & Poor	Índice de precios nacionales Case-Shiller, Estados Unidos
Filipinas	Cuarto trimestre de 1994-cuarto trimestre de 2007	Colliers International	Condominios de lujo de tres recámaras, distrito de negocios en Makati
Finlandia	Primer trimestre de 1983-primer trimestre de 2008	StatFin Online Service	Viviendas en antiguos edificios de departamentos, Finlandia
	1970-2007	Banco de Pagos Internacionales	Índice del precio de la vivienda, Finlandia
Hong Kong	Julio de 1991 a febrero de 2008	Universidad de Hong Kong	Serie del índice inmobiliario, Hong Kong
Hungría	2000-2007	Otthon Centrum	Precio promedio de condominios antiguos, Budapest

Islandia	Marzo de 2000 a febrero de 2004	Estadísticas oficiales	Índice del precio de la vivienda, Islandia
Indonesia	Primer trimestre de 1994-primer trimestre de 2008	Banco de Indonesia	Índice del precio de las residencias, nuevos hogares, nuevos desarrollos inmobiliarios, grandes ciudades
Irlanda	Primer trimestre de 1996-primer trimestre de 2008	ESRI, banco "Permanent TSB"	Precio de las casas, estandarizado, Irlanda
Japón	Primer semestre de 1955-segundo semestre de 2007	Instituto Inmobiliario de Japón	Precio de los terrenos, zona urbana, índice residencial, Japón
Malasia	Primer trimestre de 2000-cuarto trimestre de 2007	Banco Negara	Índice del precio de la vivienda, Malasia
Noruega	1970-2007 1819-2007	Banco de Pagos Internacionales Banco Norges	Índice del precio de la vivienda, todo tipo de vivienda, Noruega Precio de las casas, Noruega
Reino Unido	Enero de 1952 a abril de 2008 1970-2007	Sociedad Nacional de Construcción Banco de Pagos Internacionales	Precio promedio de la vivienda, Reino Unido Índice del precio de la vivienda, Reino Unido
Tailandia	Primer trimestre de 1991-cuarto trimestre de 2008	Banco de Tailandia	Índice del precio de la vivienda, casas independientes

CUADRO A.1.11 *Índices de los mercados bursátiles (precio de las acciones) (moneda local y dólar estadunidense)*

País	*Periodo cubierto*	*País*	*Periodo cubierto*
Alemania	1856-2008	Irlanda	1934-2008
Argentina	1967-2008	Israel	1949-2008
Australia	1875-2008	Italia	1906-2008
Austria	1922-2008	Japón	1915-2008
Bélgica	1898-2008	Kenia	1964-2008
Brasil	1954-2008	Malasia	1970-2008
Canadá	1914-2008	México	1930-2008
Colombia	1929-2008	Noruega	1918-2008
Corea	1962-2008	Nueva Zelanda	1931-2008
Chile	1927-2008	Paquistán	1960-2008
Dinamarca	1915-2008	Perú	1932-2008
España	1915-2008	Portugal	1931-2008
Estados Unidos	1800-2008	Singapur	1966-2008
Filipinas	1952-2008	Suecia	1913-2008
Finlandia	1922-2008	Sudáfrica	1910-2008
Francia	1856-2008	Suiza	1910-2008
Grecia	1952-2008	Reino Unido	1800-2008
Holanda	1919-2008	Taiwán	1967-2008
Hong Kong	1962-2008	Venezuela	1937-2008
India	1921-2008	Zimbabwe	1968-2008

FUENTE: *GFD*.

Apéndice A.2
DEUDA PÚBLICA

Este apéndice cubre las series sobre deuda pública usadas en el libro. Por su parte, el apéndice A.1 cubre la base de datos sobre series temporales macroeconómicas.

Abreviaturas usadas con frecuencia (fuentes y términos). En las tablas que siguen aparecen enlistadas otras fuentes.

BNB	Banco Nacional de Bélgica
CLYPS	Cowan, Levy-Yeyati, Panizza, Sturzenegger (2006)
ESFDB	European State Finance Data Base
GDF	Banco Mundial, *Global Development Finance*
GFD	*Global Financial Data*
IFS	Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics* (varios números)
LM	Lindert y Morton (1989)
LN	Liga de las Naciones, *Statistical Yearbook* (varios años)
MAR	Marichal (1989)
MIT	Mitchell (2003a, 2003b)
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
ONU	Organización de la Naciones Unidas, *Statistical Yearbook* (varios años)
RR	Reinhart y Rogoff (año indicado)
UMN	unidad monetaria nacional
WEO	Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook* (varios números)

CUADRO A.2.1. *Obligaciones públicas: emisión de bonos externos*

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Observaciones*
Argentina	1824-1968	LM, MAR	Comprende el primer préstamo
	1927-1946	ONU	
Australia	1857-1978	LM, Page (1919)	
	1927-1946	ONU	
Bolivia	1864-1930	MAR	
	1927-1946	ONU	
Brasil	1843-1970	Bazant (1968), LM, MAR, Summerhill (2006)	Comprende el primer préstamo
	1928-1946	ONU	
Canadá	1860-1919	LM	
	1928-1946	ONU	
Chile	1822-1830	LM, MAR	Comprende el primer préstamo
	1928-1946	ONU	
China	1865-1938	Huang (1919), Winkler (1928)	
Colombia	1822-1929	MAR	
	1928-1949	ONU	
Costa Rica	1871-1930	MAR	
Egipto	1862-1965	Landes (1958), LM	Comprende el primer préstamo
	1928-1946	ONU	
El Salvador	1922-1930	MAR	
	1928-1946	ONU	
Grecia	1924-1932	Levandis (1944)	Comprende el primer préstamo (préstamo de independencia)
	1928-1939	ONU	
Guatemala	1856-1930	MAR	
	1928-1939	ONU	

Honduras	1867-1930	MAR	
India	1928-1945	ONU	
Japón	1870-1965	LM	Comprende el primer préstamo
	1928-1939	ONU	
México	1824-1946	Bazant (1968), LM, MAR	Comprende el primer préstamo
	1928-1944	ONU	
Panamá	1923-1930	ONU	
	1928-1945	ONU	
Perú	1822-1930	MAR	Comprende el primer préstamo
	1928-1945	ONU	
Rusia	1825-1916	Miller (1926), Crisp (1976), LM	
Sudáfrica	1928-1946	ONU	
Tailandia (Siam)	1928-1947	ONU	
Turquía	1854-1965	Clay (2000), LM	Comprende el primer préstamo
	1933-1939	ONU	
Uruguay	1871-1939	MAR	
	1928-1947	ONU	
Venezuela	1822-1930	MAR	Comprende el primer préstamo
	1928-1947	ONU	

CUADRO A.2.2. *Deuda pública total (interna y externa)*

País	Periodo cubierto	Fuente	Observaciones
Argentina	1863-1971	García Vizcaíno (1972)	UMN
	1914-1981	LN, ONU	UMN
	1980-2005	*GFD*, Jeanne y Guscina (2006)	
Australia	1852-1914	Page (1919)	
	1914-1981	LN, ONU	UMN
	1980-2007	Secretaría de Administración Financiera	UMN
Austria	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1945-1984	ONU	UMN
	1970-2006	Agencia Federal de Financiamiento	Euro
Bélgica	1830-2005	BNB, Centro de Estudios Económicos de la Universidad de Lovaina	Euro
Bolivia	1914-1953	LN, ONU	UMN
	1968-1981		
	1991-2004	CLYPS	Dólar estadunidense
Brasil	1880-1913	Flandreau y Zomer (2004)	UMN
	1923-1972	LN, ONU	UMN
	1991-2005	*GFD*, Jeanne y Guscina (2006)	
Canadá	1867-2007	Estadísticas Canadá, Banco de Canadá	UMN
Chile	1827-2000	Díaz *et al.* (2005)	UMN
	1914-1953	LN, ONU	UMN
	1990-2007	Ministerio de Hacienda	Dólar estadunidense
China	1894-1950	Cheng (2003), Huang (1919), RR (2008c)	
	1981-2005	*GFD*, Jeanne y Guscina (2006)	
Colombia	1923-2006	Contraloría General de la República	UMN
Costa Rica	1892-1914	Soley Güell (1926)	UMN
	1914-1983	LN, ONU	UMN
	1980-2007	CLYPS, Ministerio de Hacienda	Dólar estadunidense
Costa de Marfil	1970-1980	ONU	UMN
Dinamarca	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1914-1975	LN, ONU	UMN
	1990-2007	Banco Nacional Danés	UMN

República Dominicana	1914-1952	LN, ONU	UMN
Ecuador	1914-1972	LN, ONU	UMN
	1990-2006	Ministerio de Finanzas	Dólar estadunidense
Egipto	1914-1959	LN, ONU	UMN
	2001-2005	Ministerio de Finanzas	UMN
El Salvador	1914-1963	LN, ONU	UMN
	1976-1983		
	1990-2004	CLYPS	Dólar estadunidense
	2003-2007	Banco Central de Reserva	Dólar estadunidense
Finlandia	1914-1983	LN, ONU	UMN
	1978-2007	Tesoro Público	UMN
Francia	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1913-1972	LN, ONU	UMN
	1999-2007	Ministerio de Presupuesto y Cuentas Públicas	UMN
Alemania	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1914-1983	LN, ONU	UMN
	1950-2007	Bundesbank	UMN
Grecia	1869-1893	Levandis (1944)	Con lagunas, UMN
	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1920-1983	LN, ONU	UMN
	1993-2006	OCDE	
Guatemala	1921-1982	LN, ONU	UMN
	1980-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
Honduras	1914-1971	LN, ONU	UMN
	1980-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
Hungría	1913-1942	LN, ONU	UMN
	1992-2005	Jeanne y Guscina (2006)	
India	1840-1920	Resúmenes estadísticos del periodo colonial	
	1913-1983	LN, ONU	UMN
	1980-2005	Jeanne y Guscina (2006)	

Indonesia	1972-1983	ONU	UMN
	1998-2005	Banco de Indonesia, *GFD*	
Italia	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1914-1994	LN, ONU	UMN
	1982-2007	Departamento del Tesoro	UMN
Japón	1872-2007	Estadísticas históricas de Japón, Banco de Japón	UMN
Kenia	1911-1935	Frankel (1938)	Libra esterlina
	1961-1980	LN, ONU	UMN
	1997-2007	Banco Central de Kenia	UMN
Corea	1910-1938	Mizoguchi y Umemura (1988)	Yen
	1970-1984	LN, ONU	
	1990-2004	Jeanne y Guscina (2006)	
Malasia	1947-1957	ONU	UMN
	1976-1981	Jeanne y Guscina (2006)	
	1980-2004	LN, ONU	
República de Mauricio	1970-1984		UMN
	1998-2007		UMN
México	1814-1946	Bazant (1968)	Con lagunas
	1914-1979	LN, ONU	UMN
	1980-2006	Dirección General de la Deuda Pública	
Marruecos	1965-1980	ONU	UMN
Holanda	1880-1914	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1914-1977	LN, ONU	UMN
	1914-2008	Departamento del Tesoro Público	UMN
Nueva Zelanda	1858-2006	Estadísticas Nueva Zelanda, Tesoro de Nueva Zelanda	UMN
Nicaragua	1914-1945	LN, ONU	UMN
	1970-1983	CLYPS	
	1991-2005		Dólar estadunidense

Noruega	1880-1914	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1913-1983	LN, ONU	UMN
	1965-2007	Ministerio de Finanzas	UMN
Panamá	1915-1983	LN, ONU	Dólar estadunidense
	1980-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
Paraguay	1927-1947	LN, ONU	UMN
	1976-1982		
	1990-2004	CLYPS	Dólar estadunidense
Perú	1918-1970	LN, ONU	UMN
	1990-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
Filipinas	1948-1982	LN, ONU	UMN
	1980-2005	*GFD*, Jeanne y Guscina (2006)	
Polonia	1920-1947	LN, ONU	
	1994-2004	*GFD*, Jeanne y Guscina (2006)	
Portugal	1851-1997	Instituto Nacional de Estadísticas	
	1914-1975	LN, ONU	UMN
	1980-2007	Banco de Portugal	En euros desde 1999
Rusia	1880-1914	Crisp (1976), Flandreau y Zumer (2004)	Franco francés y UMN
	1922-1938	LN, ONU	UMN
	1993-2005	Jeanne y Guscina (2006)	
Singapur	1969-1982	ONU	UMN
	1986-2006	Autoridad monetaria	UMN
Sudáfrica	1859-1914	Page (1919)	Libra esterlina
	1910-1982	LN, ONU	UMN
	1946-2006	Banco Central de Reserva de Sudáfrica	UMN
España	1504-1679	ESFDB	Con lagunas
	1850-2001	Estadísticas Históricas de España, siglos XIX y XX	UMN
	1999-2006	Banco de España	Euro
Sri Lanka	1861-1914	Page (1919)	Libra esterlina
	1950-1983	ONU	UMN
	1990-2006	Banco Central de Sri Lanka	UMN

Suecia	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	
	1914-1984	LN, ONU	
	1950-2006	Riksgälden (Oficina de la Deuda Nacional)	UMN UMN
Tailandia (Siam)	1913-1984	LN, ONU	
	1980-2006	Jeanne y Guscina (2006), Banco de Tailandia	UMN
Túnez	1972-1982	LN, ONU	UMN
	2004-2007	Banco Central de Túnez	UMN
Turquía	1933-1984	LN, ONU	UMN
	1986-2007	Tesoro turco	Dólar estadunidense
Reino Unido	1693-1786	Quinn (2004)	Deuda total consolidada
	1781-1915	Page (1919), Bazant (1968)	El periodo 1787-1815 con lagunas
	1850-2007	Departamento de Administración de la Deuda	
Estados Unidos	1791-2007	*Treasury Direct*	
Uruguay	1914-1947	LN, ONU	UMN
	1972-1984		
	1999-2007	Banco Central del Uruguay	Dólar estadunidense
Venezuela	1914-1982	LN, ONU	
	1983-2005	Jeanne y Guscina (2006)	
Zimbabwe	1924-1936	Frankel (1938)	Libra esterlina
	1969-1982	ONU	

CUADRO A.2.3. *Deuda pública externa*

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Observaciones*
Argelia	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
Angola	1989-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
Argentina	1863-1971	García Vizcaíno (1972)	UMN
	1914-1981	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
Australia	1852-1914	Page (1919)	
	1914-1981	LN, ONU	UMN
	1980-2007	Secretaría de Administración Financiera	UMN
Austria	1945-1984	ONU	UMN
	1970-2006	Agencia Federal de Financiamiento	Euro
Bélgica	1914-1981	LN, ONU	UMN
	1992-2007		
Bolivia	1914-1953	LN, ONU	UMN
	1968-1981		
	1970-2005	*GFD*	
	1991-2004	CLYPS	Dólar estadunidense
Brasil	1824-2000	Instituto Brasileño de Geografía y Estadística	Libra esterlina y dólar estadunidense
	1923-1972	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
	1991-2005	Jeanne y Guscina (2006)	Dólar estadunidense
Canadá	1867-2007	Estadísticas Canadá, Banco de Canadá	UMN
República Centroafricana	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
Chile	1822-2000	Díaz *et al.* (2005)	UMN
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
	1822-1930	RR (2008c)	Estimación con base en obligaciones
China	1865-1925	RR (2008c)	Estimación con base en obligaciones
	1981-2005	*GFD*	Dólar estadunidense

Colombia	1923-2006	Contraloría General de la República	UMN
Costa Rica	1892-1914	Soley Güell (1926)	UMN
	1914-1983	LN, ONU	UMN
	1980-2007	CLYPS, Ministerio de Hacienda	Dólar estadunidense
Costa de Marfil	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
República Dominicana	1914-1952	LN, ONU	UMN
	1961-2004	Banco de la República	Dólar estadunidense
Ecuador	1914-1972	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
	1990-2007	Ministerio de Finanzas	Dólar estadunidense
Egipto	1862-1930	RR	Estimación con base en obligaciones
	1914-1959	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
Francia	1913-1972	LN, ONU	UMN
	1999-2007	Ministerio de Presupuesto y Cuentas Públicas	UMN
Alemania	1914-1983	LN, ONU	UMN
Grecia	1920-1983	LN, ONU	UMN
Guatemala	1921-1982	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
	1980-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
Honduras	1914-1971	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GDF*	Dólar estadunidense
	1980-2005		Dólar estadunidense
Hungría	1913-1942	LN, ONU	UMN
	1982-2005	*GDF*	Dólar estadunidense
	1992-2005	Jeanne y Guscina (2006)	
India	1840-1920	Resúmenes estadísticos sobre el periodo colonial	UMN
	1913-1983	LN, ONU	
	1980-2005	Jeanne y Guscina (2006)	

Indonesia	1972-1983	ONU	UMN
	1970-2005	*GDF*	Dólar estadunidense
Italia	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1914-1984	LN, ONU	UMN
	1982-2007	Departamento del Tesoro	UMN
Japón	1872-2007	Estadísticas históricas de Japón, Banco de Japón	UMN
	1910-1938	Mizoguchi y Umemura (1988)	Yen
Kenia	1961-1980	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GDF*	Dólar estadunidense
	1997-2007	Banco Central de Kenia	UMN
Corea	1970-1984	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GDF*	Dólar estadunidense
	1990-2004	Jeanne y Guscina (2006)	Dólar estadunidense
Malasia	1947-1957	LN, ONU	UMN
	1976-1981		
	1970-2005	*GDF*	Dólar estadunidense
	1980-2004	Jeanne y Guscina (2006)	
República de Mauricio	1970-1984	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GDF*	Dólar estadunidense
	1998-2007	Banco de Mauricio	UMN
México	1814-1946	Bazant (1968)	Con lagunas
	1820-1930	RR (2008c)	Estimación con base en obligaciones
	1914-1979	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GDF*	Dólar estadunidense
	1980-2006	Dirección General de la Deuda Pública	
Marruecos	1965-1980	ONU	UMN
	1970-2005	*GDF*	Dólar estadunidense
Holanda	1880-1914	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1914-1977	LN, ONU	UMN
	1914-2008	Departamento del Tesoro Público	UMN
Nueva Zelanda	1858-2006	Estadísticas Nueva Zelanda, Tesoro de Nueva Zelanda	UMN

Nicaragua	1914-1945	LN, ONU	UMN
	1970-1983		
	1970-2005	*GDF*	Dólar estadunidense
	1991-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
Noruega	1880-1914	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1913-1983	LN, ONU	UMN
	1965-2007	Ministerio de Finanzas	UMN
Panamá	1915-1983	LN, ONU	Dólar estadunidense
	1980-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
Paraguay	1927-1947	LN, ONU	UMN
	1976-1982		
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
	1990-2004	CLYPS	Dólar estadunidense
Perú	1822-1930	RR (2008c)	Estimación con base en obligaciones
	1918-1970	LN, ONU	UMN
	1990-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
Filipinas	1948-1982	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
Polonia	1920-1947	LN, ONU	UMN
	1986-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
Portugal	1851-1997	Instituto Nacional de Estadística	
	1914-1975	LN, ONU	UMN
	1980-2007	Banco de Portugal	En euros a partir de 1999
Rusia	1815-1917	RR (2008c)	UMN
	1922-1938	LN, ONU	
	1993-2005	Jeanne y Guscina (2006)	
Singapur	1969-1982	ONU	UMN
Sudáfrica	1859-1914	Page (1919)	Libra esterlina UMN
	1910-1983	LN, ONU	
	1946-2006	Banco Central de Reserva de Sudáfrica	UMN

España	1850-2001	Estadísticas Históricas de España, siglos XIX-XX	UMN
	1999-2006	Banco de España	Euro
Sri Lanka	1950-1983	ONU	UMN
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
	1990-2006	Banco Central de Sri Lanka	UMN
Suecia	1914-1984	LN, ONU	UMN
	1950-2006	Riksgälden (Oficina de la Deuda Nacional)	UMN
Tailandia (Siam)	1913-1984	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
	1980-2006	Jeanne y Guscina (2006), Banco de Tailandia	UMN
Túnez	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
	2004-2007	Banco Central de Túnez	UMN
	1972-1982	LN, ONU	UMN
Turquía	1854-1933	RR (2008c)	Estimación con base en obligaciones
	1933-1984	LN, ONU	UMN
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
	1986-2007	Tesoro turco	Dólar estadunidense
Reino Unido	1914-2007	LN, ONU	UMN
Uruguay	1871-1930	RR (2008c)	Estimación con base en obligaciones
	1914-1947	LN, ONU	UMN
	1972-1984		
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense
	1980-2004	CLYPS	Dólar estadunidense
Venezuela	1822-1842	RR (2008c)	Estimación con base en obligaciones
	1914-1982	LN, ONU	UMN
Zambia	1970-2005	*GFD*	
Zimbabwe	1969-1982	ONU	UMN
	1970-2005	*GFD*	Dólar estadunidense

CUADRO A.2.4. *Deuda pública interna*

País	*Periodo cubierto*	*Fuente*	*Observaciones*
Argentina	1863-1971	García Vizcaíno (1972)	UMN
	1914-1981	LN, ONU	UMN
	1980-2005	*GFD*, Jeanne y Guscina (2006)	
Australia	1914-1981	LN, ONU	UMN
	1980-2007	Secretaría de Administración Financiera	UMN
Austria	1945-1984	ONU	UMN
	1970-2006	Agencia Federal de Financiamiento	Euro
Bélgica	1914-1981	LN, ONU	UMN
	1992-2007	BNB, Centro de Estudios Económicos de la Universidad de Lovaina	
Bolivia	1914-1953	LN, ONU	UMN
	1968-1981		
	1991-2004	CLYPS	Dólar estadunidense
Brasil	1923-1972	LN, ONU	UMN
	1991-2005	*GFD*, Jeanne y Guscina (2006)	
Canadá	1867-2007	Estadísticas Canadá, Banco de Canadá	UMN
Chile	1827-2000	Díaz *et al.* (2005)	UMN
	1914-1953	LN, ONU	UMN
	1914-1946	ONU	
	1990-2007	Ministerio de Hacienda	Dólar estadunidense
China	1849-1949	RR (2008c)	UMN
Colombia	1923-2006	Contraloría General de la República	UMN
Costa Rica	1892-1914	Soley Güell (1926)	UMN
	1914-1983	LN, ONU	UMN
	1980-2007	CLYPS, Ministerio de Hacienda	Dólar estadunidense
Costa de Marfil	1970-1980	ONU	UMN
Dinamarca	1914-1975	LN, ONU	UMN
	1990-2007	Banco Nacional Danés	UMN
República Dominicana	1914-1952	LN, ONU	UMN

Ecuador	1914-1972	LN, ONU	UMN
	1990-2006	Ministerio de Finanzas	Dólar estadunidense
Egipto	1914-1959	LN, ONU	UMN
	2001-2005	Ministerio de Finanzas	UMN
Francia	1913-1972	LN, ONU	UMN
	1999-2007	Ministerio de Presupuesto y Cuentas Públicas	UMN
Grecia	1920-1983	LN, ONU	UMN
	1912-1941	ONU	
Guatemala	1921-1982	LN, ONU	UMN
	1980-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
Honduras	1914-1971	LN, ONU	UMN
	1980-2005		Dólar estadunidense
Hungría	1913-1942	LN, ONU	UMN
	1992-2005	Jeanne y Guscina (2006)	
India	1840-1920	Resúmenes estadísticos sobre el periodo colonial (varios años)	UMN
	1913-1983	LN, ONU	
	1980-2005	Jeanne y Guscina (2006)	
Indonesia	1972-1983	ONU	UMN
	1998-2005	Banco de Indonesia, *GDF*	
Italia	1880-1913	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1882-2007	Departamento del Tesoro	UMN
	1894-1914	LN, ONU	UMN
Japón	1872-2007	Estadísticas históricas de Japón, Banco de Japón	UMN
	1914-1946	ONU	
Kenia	1961-1980	LN, ONU	UMN
	1997-2007	Banco Central de Kenia	UMN
Corea	1970-1984	LN, ONU	UMN
	1990-2004	Jeanne y Guscina (2006)	UMN

Malasia	1947-1957	LN, ONU	UMN
	1976-1981		
	1980-2004	Jeanne y Guscina (2006)	
República de Mauricio	1970-1984	LN, ONU	UMN
	1998-2007	Banco de Mauricio	UMN
México	1814-1946	Bazant (1968)	Con lagunas
	1914-1979	LN, ONU	UMN
	1980-2006	Dirección General de la Deuda Pública	
Marruecos	1965-1980	ONU	UMN
Holanda	1880-1914	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1914-1977	LN, ONU	UMN
	1914-2008	Departamento del Tesoro Público	UMN
Nueva Zelanda	1858-2006	Estadísticas Nueva Zelanda, Tesoro de Nueva Zelanda	UMN
Nicaragua	1914-1945	LN, ONU	UMN
	1970-1983		
	1991-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
Noruega	1880-1914	Flandreau y Zumer (2004)	UMN
	1913-1983	LN, ONU	UMN
	1965-2007	Ministerio de Finanzas	UMN
Panamá	1915-1983	LN, ONU	Dólar estadunidense
	1980-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
Paraguay	1927-1947	LN, ONU	UMN
	1976-1982		
	1990-2004	CLYPS	Dólar estadunidense
Perú	1918-1970	LN, ONU	UMN
	1990-2005	CLYPS	Dólar estadunidense
Filipinas	1948-1982	LN, ONU	UMN
	1980-2005	*GFD*, Jeanne y Guscina (2006)	
Polonia	1920-1947	LN, ONU	UMN
	1994-2004	Jeanne y Guscina (2006)	UMN

Portugal	1851-1997	Instituto Nacional de Estadística	UMN
	1914-1975	LN, ONU	En euros a partir de 1999
	1980-2007	Banco de Portugal	UMN
Rusia	1922-1938	LN, ONU	UMN
	1993-2005	Jeanne y Guscina (2006)	
Singapur	1969-1982	ONU	UMN
	1986-2006	Autoridad monetaria	UMN
Sudáfrica	1859-1914	Page (1919)	Libra esterlina
	1910-1983	LN, ONU	UMN
	1946-2006	Banco Central de Reserva de Sudáfrica	UMN
España	1850-2001	Estadísticas Históricas de España, siglos XIX-XX	UMN
	1999-2006	Banco de España	Euro
Sri Lanka	1950-1983	ONU	UMN
	1990-2006	Banco Central de Sri Lanka	UMN
Suecia	1914-1984	LN, ONU	UMN
	1950-2006	Riksgälden (Oficina de la Deuda Nacional)	UMN
Tailandia (Siam)	1913-1984	LN, ONU	UMN
	1980-2006	Jeanne y Guscina (2006), Banco de Tailandia	UMN
Túnez	1972-1982	ONU	UMN
	2004-2007	Banco Central de Túnez	UMN
Turquía	1933-1984	LN, ONU	UMN
	1986-2007	Tesoro turco	Dólar estadunidense
Reino Unido	1914-2007	LN, ONU	UMN
Estados Unidos	1791-2007	*TreasuryDirect*	UMN
Uruguay	1914-1947	LN, ONU	UMN
	1972-1984		
	1980-2004	CLYPS	Dólar estadunidense
Venezuela	1914-1982	LN, ONU	UMN
	1983-2005	Jeanne y Guscina (2006)	UMN
Zimbabwe	1969-1982	ONU	UMN

Apéndice A.3
CRISIS BANCARIAS: DATACIÓN

CUADRO A.3.1. *Fecha de las crisis bancarias y movilidad de capital (1800-2008)*

Países de ingresos altos		*Países de ingresos medios*		*Países de ingresos bajos*	
País	*Año de inicio*	*País*	*Año de inicio*	*País*	*Año de inicio*
Movilidad de capital: baja a moderada (1800-1979)					
Francia	1802				
Francia	1805				
Reino Unido	1810				
Suecia	1811				
Dinamarca	1813				
España, Estados Unidos	1814				
Reino Unido	1815				
Estados Unidos	1818				
Reino Unido, Estados Unidos	1825				
Estados Unidos	1836				
Canadá, Reino Unido	1837				
Reino Unido	1847				
Bélgica	1848				
Reino Unido, Estados Unidos	1857			India	1863
Italia, Reino Unido	1866				
Austria, Estados Unidos	1873	Perú	1873		
		Sudáfrica	1877		
Movilidad de capital: alta (1880-1914)					
Alemania	1880				
Francia	1882	México	1883		
Estados Unidos	1884				
Dinamarca	1885				
Italia	1887				
Francia	1889				
Portugal, Reino Unido, Estados Unidos	1890	Argentina,* Brasil, Chile, Paraguay, Sudáfrica	1890		
Alemania, Italia, Portugal	1891				
Australia	1893	Uruguay	1893		

NOTA: El apéndice A.4 contiene más información sobre algunos episodios enlistados en este cuadro; asimismo incluye una selección de episodios menos graves. El asterisco indica que dicho episodio estuvo asociado con un colapso en la producción, tal como éste es definido por Barro y Ursúa (2008). Sin embargo, estos autores no cubren varios de los países de nuestra muestra ampliada.

CUADRO A.3.1. *Fecha de las crisis bancarias y movilidad de capital (1800-2008)*

Países de ingresos altos		*Países de ingresos medios*		*Países de ingresos bajos*	
País	*Año de inicio*	*País*	*Año de inicio*	*País*	*Año de inicio*
Holanda, Suecia	1897				
Noruega	1898	Chile	1899		
Finlandia	1900	Brasil	1900		
Alemania, Japón	1901				
Dinamarca, Francia, Italia, Japón, Suecia, Estados Unidos	1907	México	1907		
		Chile	1908		
		México	1913	India	1913
Bélgica, Francia,* Italia, Japón, Holanda, Noruega, *Reino Unido, Estados Unidos	1914	Argentina,* Brasil*	1914		
Movilidad de capital: baja (1915-1919)					
		Chile*	1915		
Movilidad de capital: moderada (1920-1929)					
Portugal*	1920	México	1920		
Finlandia, Italia, Holanda, Noruega*	1921			India	1921
Canadá, Japón, Taiwán	1923	China	1923		
Austria	1924				
Bélgica,* Alemania*	1925	Brasil, Chile*	1926		
Japón, Taiwán	1927				
Estados Unidos*	1929	Brasil, México*	1929	India	1929
Movilidad de capital: baja, 1930-1969					
Francia, Italia	1930				
Austria, Bélgica, Finlandia, Alemania,* Grecia, Noruega, Portugal,* España,* Suecia,* Suiza	1931	Argentina,* Brasil, China, Checoslovaquia, Estonia, Hungría, Letonia, Polonia, Rumania, Turquía	1931		
Bélgica*	1934	Argentina, China	1934		
Italia	1935	Brasil	1937		
Bélgica,* Finlandia	1939			India*	1947
		Brasil	1963		

Movilidad de capital: moderada (1970-1979)					
		Uruguay	1971		
Reino Unido	1974	Chile*	1976	República Centroafricana	1976
Alemania, Israel, España	1977	Sudáfrica	1977		
		Venezuela	1978		
Movilidad de capital: alta (1980-2007)					
		Argentina,* Chile,* Ecuador, Egipto	1980		
		México, Filipinas, Uruguay	1981		
Hong Kong, Singapur	1982	Colombia, Turquía	1982	República Democrática del Congo, Ghana	1982
Canadá, Corea, Kuwait, Taiwán	1983	Marruecos, Perú, Tailandia	1983	Guinea Ecuatorial, Níger	1983
Reino Unido, Estados Unidos	1984			República de Mauricio	1984
		Argentina,* Brasil,* Malasia	1985	Guinea, Kenia	1985
Dinamarca, Nueva Zelanda, Noruega	1987	Bolivia, Camerún, Costa Rica, Nicaragua	1987	Bangladesh, Malí, Mozambique, Tanzania	1987
		Líbano, Panamá	1988	Benin, Burkina Faso, República Centroafricana, Costa de Marfil, Madagascar, Nepal, Senegal	1988
Australia	1989	Argentina,* El Salvador, Sudáfrica, Sri Lanka	1989		
Italia	1990	Argelia, Brasil,* Egipto, Rumania	1990	Sierra Leona	1990
República Checa, Finlandia, Grecia, Suecia, Reino Unido	1991	Georgia, Hungría, Polonia, Eslovaquia	1991	Djibouti, Liberia, Santo Tomás	1991
Japón	1992	Albania, Bosnia-Herzegovina, Estonia, Indonesia	1992	Angola, Chad, China, Congo, Kenia, Nigeria	1992
Macedonia, Eslovenia	1993	Cabo Verde, Venezuela	1993	Guinea, Eritrea, India, Kirguistán, Togo	1993
Movilidad de capital: alta (1980-2007)					
Francia	1994	Armenia, Bolivia, Bulgaria, Costa Rica, Jamaica, Letonia, México,* Turquía	1994	Burundi, República del Congo, Uganda	1994
Reino Unido	1995	Argentina, Azerbaiyán, Brasil, Camerún, Lituania, Paraguay, Rusia, Swazilandia	1995	Guinea-Bissau, Zambia, Zimbabwe	1995
		Croacia, Ecuador, Tailandia	1996		1996
Taiwán	1997	Indonesia, Corea,* Malasia, República de Mauricio, Filipinas, Ucrania	1997	Myanmar, Yemen Vietnam	1997
		Colombia,* Ecuador, El Salvador, Rusia	1998		
		Bolivia, Honduras, Perú	1999		
		Nicaragua	2000		
		Argentina,* Guatemala	2001		
		Paraguay, Uruguay	2002		
		República Dominicana	2003		
Islandia, Irlanda, Estados Unidos, Reino Unido	2007	Guatemala	2006		
Austria, España	2008				

Apéndice A.4
CRISIS BANCARIAS: UN RESUMEN HISTÓRICO

CUADRO A.4.1. *Crisis bancarias: un resumen histórico (1800-2008)*

País	*Resumen*	*Año*	*Fuente*
Albania	Después de una purga en julio de 1992, 31% de los préstamos del "nuevo" sistema bancario había vencido. Algunos bancos enfrentaron problemas de liquidez a causa de una saturación de pasivos interbancarios.	1992	Caprio y Klingebiel (2003)
Angola	Dos bancos comerciales propiedad del gobierno tuvieron problemas de solvencia.	1992-1996	Caprio y Klingebiel (2003)
Argelia	Problemas de circulación provocaron que se suspendieran los pagos con dinero en especie (esto es, dinero metálico). La falta de instituciones de crédito hipotecario hizo que los bancos garantizaran préstamos asociados con bienes inmobiliarios. A fin de evitar una pérdida total varios bancos fueron embargados.	Agosto, 1870	Conant (1915), Reinhart y Rogoff (2008a)
	La cantidad de préstamos vencidos ascendió a 50 por ciento.	1990-1992	Caprio y Klingebiel (2003)
Argentina	Quedaron suspendidas las operaciones del Banco Nacional de la República Argentina; un nivel elevado de deuda externa, crédito interno e importaciones condujo a pérdidas en las reservas; el peso cayó 27%, pero la crisis fue breve y tuvo un impacto relativamente bajo sobre la producción industrial.	Enero, 1885	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
	Los bancos otorgaron cuantiosos préstamos y los precios de la vivienda	Julio, 1890-1891	Bordo y Eichengreen (1999), Conant (1915)

se elevaron de manera espectacular debido a la emisión excesiva de billetes. El precio de la tierra se desplomó 50%, y el Banco de la Nación no pudo pagar sus dividendos, lo que creó una corrida. Además, el peso cayó 36% en ambos años. En julio de 1890, todos los bancos de emisión quedaron suspendidos, causando un alza de 320% en el precio del oro. En diciembre de 1890, el Banco de la Nación Argentina remplazó al antiguo Banco de la Nación.		
Malas cosechas y, a causa de la guerra, una demanda de liquidez desde Europa desataron corridas bancarias. Los bancos privados perdieron 45% de los depósitos en dos años.	1914	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999), Nakamura y Zaragoza (2001)
El patrón oro llegó a su fin produciendo una escalada de créditos insolventes.	1931	Della Paolera y Taylor (1999), Bordo *et al.* (2001)
A lo largo de varios años se habían acumulado cuantiosos préstamos al gobierno y activos de cobro dudoso. Finalmente, todos fueron absorbidos por el nuevo Banco Central.	1934	Della Paolera y Taylor (1999), Bordo *et al.* (2001)
La quiebra de un importante banco privado (el Banco de Intercambio Regional) desató corridas en otros tres. Al final, más de 70 instituciones —con 16% de los activos de los bancos comerciales y 35% de los activos de las empresas financieras— tuvieron que ser liquidadas o intervenidas por el banco central.	Marzo, 1980-1981	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
A principios de mayo el gobierno cerró un importante banco, desatando varios pánicos. A raíz de ello, el 19 de mayo el gobierno tuvo que congelar los depósitos en dólares.	Mayo, 1985	Kaminsky y Reinhart (1999)
Los activos vencidos equivalían a 27% de la cartera agregada y a 37% de la cartera	1989-1990	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)

	de los bancos estatales. Los bancos que se fueron a la quiebra poseían 40% de los activos del sistema financiero.		
	La devaluación en México produjo una corrida bancaria y con ésta una caída de 18% en los depósitos entre diciembre y marzo. Ocho bancos suspendieron sus operaciones y tres quebraron. Para finales de 1997, 63 de 205 instituciones bancarias habían sido cerradas o fusionadas.	1995	Bordo *et al.* (2001), Reinhart (2002), Caprio y Klingebiel (2003)
	En marzo de 2001, como resultado de una desconfianza generalizada en las políticas del gobierno, se desata una corrida bancaria. A finales de noviembre del mismo año varios bancos estaban a punto de quebrar; se impusieron restricciones parciales sobre los retiros (estrategia conocida como *el corralito*) y se reprogramaron los depósitos a plazo fijo a fin de detener la salida de dinero de los bancos *(corralón)*. En diciembre de 2002 se levantaron las restricciones asociadas con *el corralito*. En enero de 2003 un banco cerró sus puertas, tres se nacionalizaron y muchos otros redujeron su tamaño.	Marzo, 2001	Caprio y Klingebiel (2003), Jácome (2008)
Armenia			
	El Banco Central cerró la mitad de los bancos en operación; los principales bancos siguieron sufriendo altos niveles de créditos vencidos. El banco de ahorro era financieramente débil.	Agosto, 1994-1996	Caprio y Klingebiel (2003)
Australia			
	Un *boom* de créditos internos reveló el deterioro de los activos bancarios; un auge en la compraventa de tierras y la falta de regulación del sistema bancario desataron gran especulación. El cierre del Banco Mercantil y del Banco Federal	Enero, 1893	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)

	de Australia fue la señal de que se habían agotado los depósitos británicos. Se desplomó el precio de los títulos bancarios; los bancos hicieron recortes presupuestales y suspendieron los préstamos a largo plazo; varios cerraron. A esto siguió la depresión de la década de 1890.		
	Dos importantes bancos recibieron capital del gobierno a fin de cubrir las pérdidas.	1989-1992	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Austria	Hubo especulación en la economía; el derrumbe de la bolsa de valores de Viena produjo la quiebra de 52 bancos nacionales y 44 regionales.	Mayo, 1873-1874	Conant (1915)
	El mayor banco austriaco tuvo problemas; la liquidación comenzó en junio.	1924	Bernanke y James (1990)
	Quebró el segundo banco más importante y se fundió con el principal banco del país.	Noviembre, 1929	Bernanke y James (1990)
	Quebró el banco Creditanstalt, provocando un pánico entre los cuentahabientes extranjeros.	Mayo, 1931	Bernanke y James (1990)
Azerbaiyán	Fueron cerrados 12 bancos privados; tres importantes bancos del gobierno fueron declarados insolventes y uno más pasó por serios problemas de liquidez.	1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Bangladesh	Los créditos vencidos de cuatro bancos (con 70% de los créditos) llegaban a 20%. Técnicamente, desde finales de la década de 1980 el sistema bancario privado y público en su totalidad había dejado de ser solvente.	1987-1996	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Bielorrusia	Varios bancos presentaban problemas de capitalización; fusiones forzadas hicieron	1995	Caprio y Klingebiel (2003)

	que algunos bancos tuvieran que lidiar con pobres carteras de préstamos.		
Bélgica	Había dos bancos rivales: el Banco de Bélgica (creado en 1835) y la Sociedad General. El temor a una guerra produjo una contracción crediticia. La Sociedad General intentó llevar a la bancarrota al Banco de Bélgica redimiendo grandes cantidades de crédito, lo que acabó por debilitar a ambos. Hubo corridas alrededor del segundo, que si bien no suspendió sus pagos tuvo que buscar el apoyo del Tesoro.	Diciembre, 1838-1839	Conant (1915)
	El Banco de Bélgica renunció a su función como entidad depositaria ante la Sociedad General; ésta resintió el impacto de la crisis y se deshizo de todas sus sucursales con excepción de la de Amberes.	1842	Conant (1915)
	La Sociedad General suspendió pagos y perdió el derecho a emitir luego de que el gobierno demandara una reforma. Se creó el Banco Nacional de Bélgica.	Febrero, 1848	Conant (1915)
	Ciertas decisiones y el endeudamiento del gobierno desataron el temor. Sin embargo, el Banco de Bélgica logró tranquilizar a la gente al continuar con sus pagos (elevó la tasa de descuento y estableció restricciones en el uso de papel comercial), desde luego a un costo muy alto para el comercio y la banca.	Julio, 1870-1871	Conant (1915)
	Inversionistas de todo el mundo inundaron el mercado con activos y retiraron liquidez, provocando una caída en los precios y que las instituciones financieras estuvieran al borde de la quiebra. Se derrumbaron las bolsas de valores del mundo.	1914	Bordo *et al.* (2001)
	Una deflación sistémica produjo una crisis de financiamiento.	1925-1926	Johnson (1998), Bordo *et al.* (2001)

	Rumores sobre la inminente quiebra del Banco de Bruselas, el más importante del país, provocaron retiros en todos los bancos. Luego, la posibilidad de una devaluación produjo retiros en los depósitos extranjeros.	Mayo, 1931	Bernanke y James (1990), Bordo *et al.* (2001)
	La quiebra del Banco Belga del Trabajo dio pie a una crisis bancaria y monetaria generalizada.	1934	Bernanke y James (1990), Bordo *et al.* (2001)
	La economía se recuperó muy lentamente, aunque la amenaza de una guerra obstaculizó las decisiones sobre inversión. Las reservas de oro y divisas extranjeras se redujeron de manera espectacular.	1939	Bordo *et al.* (2001)
Benin	Quebraron los tres bancos comerciales del país; 80% de la cartera crediticia de los bancos estaba vencida.	1988-1990	Caprio y Klingebiel (2003)
Bolivia	En octubre de 1987, el banco central liquidó dos de los 12 bancos comerciales del gobierno; siete más reportaron cuantiosas pérdidas. En total, cinco bancos fueron liquidados. Los préstamos vencidos del sistema bancario llegaron a 30% en 1987 y a 92% a mediados de 1988.	Octubre, 1987-1988	Kaminsky y Reinhart (1999), Caprio y Klingebiel (2003)
	En 1994 cerraron dos bancos con 11% de los activos del sistema bancario. Hacia 1995, cuatro de los 15 bancos locales, con 30% de los activos del sistema bancario, tenían problemas de liquidez y presentaban un elevado porcentaje de préstamos irregulares.	1994	Caprio y Klingebiel (2003)
	Un banco menor (con una participación en el mercado de 4.5% de los depósitos) fue intervenido y disuelto.	1999	Jácome (2008)

Bosnia y Herzegovina	El sistema bancario tenía un alto número de préstamos vencidos debido a la desintegración de la antigua Yugoslavia y a la guerra civil.	1992-¿?	Caprio y Klingebiel (2003)
Botswana	Varios bancos fueron fusionados, liquidados o recapitalizados.	1994-1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Brasil	El endeudamiento público era elevado y se especulaba fuertemente con la moneda; de manera ininterrumpida el gobierno emitió más billetes. El Banco Nacional de Brasil y el Banco de los Estados Unidos del Brasil se fusionaron en el Banco de la República de los Estados Unidos del Brasil. El nuevo banco retiró los billetes del gobierno. Una turbulencia en el sector financiero provocó un declive en la producción.	Diciembre, 1890-1892	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
	Se desató una guerra civil que causó una depreciación monetaria. Para ayudar, el banco Rothschild de Londres otorgó un préstamo bajo promesa de saldar la deuda del país.	1897-1898	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
	Las exportaciones inelásticas de café no pudieron hacer frente a la depreciación monetaria; el país tenía una industria muy concentrada, había poca competencia y se recuperaba de la deflación a marchas forzadas. La inyección de liquidez no ayudó, se agotaron los depósitos y varios créditos fueron cancelados.	1900-1901	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
	Se suspendieron los pagos debido a dificultades con las remesas internacionales.	1914	Brown (1940), Bordo *et al.* (2001)
	El ministerio de Hacienda mantuvo altos déficits presupuestarios emitiendo pagarés de descuento a través del Banco de Brasil. Alzas inflacionarias	1923	Triner (2000), Bordo *et al.* (2001)

	y malestar público condujeron al restablecimiento del patrón oro; el nuevo gobierno reorganizó el Banco de Brasil, convirtiéndolo en banco central. Sin embargo, éste no consiguió operar con autonomía, libre de injerencia política. El sector bancario se contrajo 20% en los siguientes tres años debido a una reducida oferta de dinero.		
	Se produjo una sobreacumulación de capital a expensas de la clase obrera, y las estructuras económicas no fueron modificadas a fin de aliviar la presión mediante un ajuste salarial. La crisis económica provocó una crisis política que desembocó en un golpe militar.	1963	Bordo *et al.* (2001)
	El gobierno asumió el control de los tres bancos más importantes (Comind, Maison Nave y Auxiliar).	Noviembre, 1985	Kaminsky y Reinhart (1999)
	Los depósitos fueron convertidos en bonos.	1990	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	En 1994, 17 bancos pequeños fueron liquidados, tres bancos privados fueron intervenidos y ocho bancos estatales fueron puestos bajo administración judicial. El Banco Central intervino o administró temporalmente 43 instituciones financieras; a finales de 1997, 15% de los créditos del sistema bancario estaban vencidos. En 1998 los bancos privados recuperaron su rentabilidad, no así los bancos públicos, cuya recuperación no comenzó hasta 1999.	Julio, 1994-1996	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Brunei	Quebraron un gran número de compañías financieras y bancos.	1986	Caprio y Klingebiel (2003)
Bulgaria	En 1995, alrededor de 75% de los créditos del sistema bancario presentaban	1995-1997	Caprio y Klingebiel (2003)

	irregularidades. A principios de 1996 se desató una corrida bancaria. El gobierno suspendió todos los rescates, provocando el cierre de 199 bancos, equivalentes a una tercera parte de los activos del sector. Para 1997, los bancos sobrevivientes fueron recapitalizados.		
Burkina Faso	De acuerdo con las estimaciones, 34% de los créditos del sistema bancario estaban vencidos.	1988-1994	Caprio y Klingebiel (2003)
Burundi	En 1995, de acuerdo con las estimaciones, 25% de los créditos del sistema bancario era vencido. Fue liquidado un banco.	1994-1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Camerún	En 1989, los créditos vencidos del sistema bancario llegaron a 60-70%. Cinco bancos comerciales fueron cerrados y tres reestructurados.	1987-1993	Caprio y Klingebiel (2003)
	A finales de 1996, los créditos vencidos del sistema bancario llegaron a 30%. Dos bancos fueron cerrados y tres reestructurados.	1995-1998	Caprio y Klingebiel (2003)
Canadá	El Banco del Alto Canadá y el Banco Gore suspendieron los pagos con dinero en especie (esto es, dinero metálico); una rebelión en el Bajo Canadá provocó una suspensión de pagos.	1837	Conant (1915)
	Un banco en el oeste de Canadá suspendió sus pagos, causando un pánico financiero. El Banco del Alto Canadá se fue a la quiebra; Ontario experimentó un rápido crecimiento y en 1857 el banco registró pérdidas de capital tras especular en la compraventa de tierras; el banco abandonó las prácticas bancarias seguras y otorgó préstamos a abogados, políticos y la nobleza.	Septiembre, 1866	Conant (1915)

	Entre 1847 y 1879 quebraron varios bancos y se registró una depresión.	Septiembre, 1873	Conant (1915)
	El Banco de Ontario se fue a la quiebra debido a una fuerte especulación en el mercado bursátil de Nueva York; los accionistas perdieron el total de sus inversiones.	Octubre, 1906	Conant (1915)
	Un déficit en cuenta corriente y malas cosechas hicieron que los bancos del este del país se negaran a enviar fondos al oeste; los bancos elevaron sus tasas de interés, redujeron el número de préstamos y limitaron el crédito otorgado a agricultores. Hubo una breve pero aguda recesión. Los bancos recibieron en préstamo billetes emitidos por la Corona (en el marco de la Comunidad Británica) e incrementaron su propia emisión de billetes.	Enero, 1908	Conant (1915), Bordon y Eichengreen (1999)
	El Royal Bank adquirió el Banco de las Honduras Británicas y el Banco de la Guyana Británica.	1912	Conant (1915)
	El Home Bank of Canada, con más de 70 sucursales, se fue a la quiebra debido al número de créditos incobrables.	1923	Kryzanowski y Roberts (1999), Bordo *et al.* (2001)
	Quebraron 15 miembros de la Corporación de Seguro de Depósitos de Canadá, entre ellos dos bancos.	1983-1985	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Cabo Verde	A finales de 1995, los créditos vencidos de los bancos comerciales equivalían a 30 por ciento.	1993	Caprio y Klingebiel (2003)
República Centroafricana	Fueron liquidados cuatro bancos.	1976-1982	Caprio y Klingebiel (2003)
	Los dos bancos más grandes, con 90% de los activos, fueron reestructurados. Los créditos vencidos del sistema bancario equivalían a 40 por ciento.	1988-1999	Caprio y Klingebiel (2003)

Chad	El sector bancario tuvo problemas de solvencia.	Década de 1980	Caprio y Klingebiel (2003)
	Los créditos vencidos del sector privado equivalían a 35 por ciento.	1992	Caprio y Klingebiel (2003)
Chile	El sistema monetario y el patrón oro se derrumbaron por completo ante la amenaza de una guerra con Argentina. El 5 de julio, las crecientes exportaciones de oro y la negativa del Banco de Chile a reconocer los cheques con garantía en oro desataron una corrida en los bancos de Santiago, así como desconfianza generalizada en ese tipo de documentos. El gobierno emitió papel moneda no redimible e incrementó de manera constante la oferta monetaria durante los siguientes 10 años. Esto produjo un periodo de alzas inflacionarias y gran especulación.	Julio, 1998	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
	Debido a una caída del mercado bursátil se implementaron medidas inflacionarias a lo largo de cuatro años. El peso cayó 30% durante la crisis. El gobierno le otorgó en préstamo a los bancos pagarés del tesoro a fin de evitar una crisis del sector financiero. No hay datos sobre la recesión que entonces tuvo lugar.	1907	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
	Todo el sistema hipotecario se volvió insolvente.	1976	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Tres bancos comenzaron a perder depósitos; dos meses después se iniciaron las intervenciones. Éstas ocurrieron en cuatro bancos y en cuatro instituciones financieras que representaban 33% de los créditos vigentes. En 1983 fueron intervenidos siete bancos más y una *financiera*, que controlaban 45% de los	1980	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)

	activos del sistema financiero. A finales de 1983, 19% de los créditos estaban vencidos.		
China	El colapso de una importante empresa de Shanghai dedicada al negocio de la seda provocó la quiebra de varios bancos locales.	1883	Cheng (2003)
	La depresión de la posguerra hizo que quebraran varios bancos.	1923-1925	Young (1971)
	Shanghai ordenó el cierre de todos los bancos chinos durante la guerra.	1931	Cheng (2003)
	La fuga de plata produjo una profunda desaceleración económica y una crisis financiera; los dos bancos más importantes fueron adquiridos y reorganizados por el gobierno.	1934-1937	Cheng (20030
	Los cuatro grandes bancos comerciales propiedad del gobierno, con 68% de los activos del sistema bancario, fueron declarados insolventes. De acuerdo con las estimaciones, 50% de los créditos de la banca estaban vencidos.	1997-1999	Caprio y Klingebiel (2003)
Colombia	El Banco Nacional (con 25% de los activos del sistema bancario) fue el primero de seis grandes bancos y ocho empresas financieras que intervino el gobierno.	Julio, 1982-1987	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Varios bancos e instituciones financieras se fueron a la quiebra; los índices de capitalización y liquidez descendieron de manera espectacular, y los activos totales del sector financiero se contrajeron en más de 20%.	Abril, 1998	Reinhart (2002), Jácome (2008)
República Democrática del Congo	El sector bancario tuvo problemas de solvencia.	1982	Caprio y Klingebiel (2003)
	Cuatro bancos estatales se volvieron insolventes; uno más fue recapitalizado	1991-1992	Caprio y Klingebiel (2003)

	con participación privada.		
	Los créditos vencidos llegaron a 75%. Dos bancos estatales fueron liquidados y dos más, privatizados. En 1997, 12 bancos enfrentaron graves problemas financieros.	1994-¿?	Caprio y Klingebiel (2003)
República del Congo	En 1992 se desató una crisis. Entre 2001 y 2002, dos de los más grandes bancos fueron reestructurados y privatizados. Un tercer banco, también insolvente, estaba siendo liquidado.	1992-¿?	Caprio y Klingebiel (2003)
Costa Rica	En 1987 los bancos públicos (con 90% de los créditos del sistema bancario) enfrentaban grandes apuros financieros, pues 32% de los créditos habían sido declarados incobrables.	1987	Caprio y Klingebiel (2003), Bordo *et al.* (2001)
	Fue cerrado el tercer banco más grande del país, el Banco Anglo Costarricense, institución estatal con 17% de los depósitos.	1994-1997	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003), Jácome (2008)
Costa de Marfil	Cuatro grandes bancos (con 90% de los créditos del sistema bancario) tuvieron problemas; tres o cuatro eran insolventes, y seis bancos estatales fueron cerrados.	1988-1991	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Croacia	Cinco bancos, con casi la mitad de los créditos del sistema bancario, fueron declarados insolventes y absorbidos por la Agencia de Rehabilitación Bancaria.	1996	Caprio y Klingebiel (2003)
Checoslovaquia	El retiro de depósitos extranjeros desató una oleada de retiros de depósitos locales, aunque sin llegar a un pánico bancario generalizado.	Julio, 1931	Bernanke y James (1990)

República Checa	Desde 1993 se han cerrado varios bancos. Entre 1994 y 1995, 38% de los créditos del sistema bancario estaban vencidos.	1991-¿?	Caprio y Klingebiel (2003)
Dinamarca	El gobierno declaró que no podía redimir en su valor original los billetes en circulación del Banco de Depósitos (esto fue una especie de bancarrota que redujo la deuda pública, pues los billetes estaban en manos de la gente). Se fundó el Royal Bank, mientras que el Courantbank, el Specie Bank y el Banco de Depósitos fueron abolidos.	Enero, 1813	Conant (1915)
	Una crisis financiera hizo que el Banco Nacional fungiera como banco central a lo largo de la década de 1860.	1857	Jonung y Hagberg (2002)
	El Banco Industrial desvió la mitad de su reserva de capital para cubrir las pérdidas; dos bancos regionales se fueron a la quiebra, produciendo una suspensión de las transacciones bancarias.	1877	Conant (1915), Jonung y Hagberg (2002)
	El Banco Nacional intervino con el fin de apoyar a los bancos comerciales y de ahorro.	1885	Jonung y Hagberg (2002)
	La quiebra de un importante banco causó la suspensión del Freeholders' Bank y pánicos en otras instituciones. El Banco Nacional ayudó a aliviar la situación; tomó el control de los cinco bancos restantes y suspendió los pasivos bancarios.	Febrero, 1902	Conant (1915)
	Una turbulencia en los mercados mundiales y en Alemania, junto con activos vencidos, produjeron desconfianza. Como apoyo, un consorcio de cinco bancos garantizó los pasivos de los bancos débiles, trayendo una recuperación inmediata.	1907	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999), Jonung y Hagberg (2002)
	Las crisis bancarias se prolongaron por varios años debido al otorgamiento	1921	Bordo *et al.* (2001), Jonung y Hagberg (2002)

	precipitado de préstamos durante la guerra, así como a la caída de los precios en todo el mundo a principios de la década de 1920.		
	Los bancos pasaron por problemas de liquidez que sólo pudieron superar una vez que el patrón oro fue abandonado.	1931	Bordo *et al.* (2001)
	Quebraron dos bancos pequeños, lo que provocó una sacudida del sistema bancario y la implementación de medidas para limitar el crédito. Las pérdidas acumuladas entre 1990 y 1992 sumaron 9% de los préstamos; 40 de los 60 bancos en problemas fueron fusionados.	Marzo, 1987-1992	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Djibouti	Dos de los seis bancos comerciales suspendieron sus operaciones; otros bancos enfrentaron dificultades.	1991-1993	Caprio y Klingebiel (2003)
República Dominicana	Fue intervenido el tercer banco más grande, con una participación en el mercado de 7% de los activos.	1996	Jácome (2008)
	La crisis bancaria de 2003 se inició con la intervención del tercer banco más grande, con una participación en el mercado de 10%. El retiro de depósitos había comenzado desde mediados de 2002 tras las acusaciones de fraude motivadas por el descubrimiento de pasivos ocultos registrados en un banco paralelo. Inmediatamente después, la crisis se propagó a otro par de instituciones (con una participación en el mercado también de 10%) con prácticas contables igualmente inapropiadas.	2003	Jácome (2008)
Ecuador	Con el fin de rescatar el sistema bancario fue implementado un programa para sustituir deuda externa por interna.	1981	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	El Banco de los Andes, banco de regular	1994	Jácome (2008)

	tamaño con una participación en el mercado de 6% de los depósitos, fue intervenido y luego comprado por otro banco privado.		
	Las autoridades intervinieron varias instituciones financieras pequeñas. Hacia finales de 1995, 30 sociedades financieras y siete bancos recibían gran apoyo en materia de liquidez. A principios de 1996 fue intervenido el quinto banco comercial más importante del país.	1996	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Fue intervenido, absorbido o cerrado 60% del sistema bancario. Entre 1998 y 1999, siete instituciones financieras que representaban 25-30% de los activos de la banca comercial fueron cerradas. En marzo de 1999 los depósitos bancarios fueron congelados y así permanecieron durante seis meses. Para enero de 2000, 16 instituciones financieras, con 65% de los activos, habían sido cerradas (12) o absorbidas (4) por el gobierno. En enero de ese mismo año todos los depósitos fueron descongelados.	Abril, 1998-1999	Caprio y Klingebiel (2003), Jácome (2008)
Egipto	Se desató una crisis por abuso crediticio y emisión de nuevos títulos.	Marzo, 1997	Conant (1915)
	Se desató una corrida en las sucursales de bancos alemanes en El Cairo y Alejandría.	Julio, 1931	Bernanke y James (1990)
	El gobierno cerró varias compañías importantes de inversión.	Enero, 1980-1981	Bordo *et al.* (2001), Reinhart (2002), Caprio y Klingebiel (2003)
	Se ayudó con capital a cuatro bancos públicos.	Enero, 1990-1995	Bordo *et al.* (2001), Reinhart (2002), Caprio y Klingebiel (2003)
El Salvador	Los créditos vencidos de nueve bancos comerciales del Estado llegaron a 37% en promedio.	1989	Caprio y Klingebiel (2003)

	En 1996 el crecimiento económico sufrió un alto repentino (asociado con un deterioro en los términos de intercambio). Como consecuencia, a partir de 1997 el sistema financiero enfrentó toda clase de dificultades. Fue cerrado el Banco Credissa, institución de regular tamaño con una participación de 5% en el mercado.	1998	Jácome (2008)
Guinea Ecuatorial	Dos de los bancos más grandes del país fueron liquidados.	1983-1985	Caprio y Klingebiel (2003)
Eritrea	Casi la totalidad del sistema bancario se volvió insolvente.	1993	Caprio y Klingebiel (2003)
Estonia	Dos bancos de regular tamaño se fueron a la quiebra. A esto siguió un pánico que perduraría hasta enero de 1931.	Noviembre, 1930	Bernanke y James (1990)
	La banca experimentó oleadas de corridas generalizadas.	Septiembre, 1931	Bernanke y James (1990)
	Los bancos insolventes representaban 41% de los activos del sistema financiero. Fueron revocadas las licencias de cinco bancos; dos importantes bancos fueron fusionados y nacionalizados, y dos más fueron fusionados y transformados en una agencia especializada en la recuperación de créditos.	1992-1995	Caprio y Klingebiel (2003)
	El Banco Social, con 10% de los activos del sistema financiero, se fue a la quiebra.	1994	Caprio y Klingebiel (2003)
	Quebraron tres bancos.	1998	Caprio y Klingebiel (2003)
Etiopía	El banco del Estado fue reestructurado y los créditos irregulares absorbidos.	1994-1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Finlandia	Una crisis en Rusia y los Balcanes, así	1900	Bordo y Eichengreen (1999)

	como el valor de las exportaciones, pusieron en riesgo al sector financiero. El Banco de Finlandia amplió sus créditos y la emisión de billetes; a pesar de ello la tasa de crecimiento del PIB real cayó cuatro por ciento.		
	Al país le fue mejor que a otras naciones nórdicas porque su moneda ya estaba fuertemente devaluada, lo que también facilitó la recuperación económica.	1921	Bordo *et al.* (2001), Jonung y Hagberg (2002)
	En 1929 comenzó una recesión; varios bancos se paralizaron en medio de cuantiosas pérdidas y, finalmente, quiebras; el Banco de Finlandia facilitó préstamos y fusiones.	1931	Bordo *et al.* (2001), Jonung y Hagberg (2002)
	Se mantuvo la estabilidad financiera y el crecimiento del PIB no se vio muy afectado.	1939	Bordo *et al.* (2001), Jonung y Hagberg (2002)
	El 19 de septiembre se colapsó un banco importante (el Skopbank), que acabó siendo intervenido. Los bancos de ahorro se vieron fuertemente afectados; el gobierno adquirió tres bancos que representaban 31% de los depósitos del sector.	Septiembre, 1991-1994	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Jonung y Hagberg (2002), Caprio y Klingebiel (2003)
Francia	El Banco de Francia sufrió una profunda crisis.	1802	Conant (1915)
	El Banco de Francia tenía una deuda de 68 millones de francos y sólo 0.782 millones de francos en dinero en especie. Para comprar dinero en especie (al Tesoro español) usaba papel comercial, bonos públicos y crédito. Esto sucedió tras la formación de una tercera coalición contra Francia durante los preparativos para la batalla de Austerlitz. La victoria francesa (el 2 de diciembre de 1805) restableció buena parte de la confianza perdida.	Septiembre, 1805-1806	Conant (1915)
	Hubo quiebras en Alsacia.	Diciembre, 1827-1828	Conant (1915)

Se desataron tumultuosas corridas bancarias en París luego de que el Banco de Bélgica se fuera a la quiebra.	Diciembre, 1838-1839	Conant (1915)
El 24 de marzo de 1848, los billetes del Banco de Francia y otros bancos regionales fueron declarados moneda de curso legal; la necesidad de uniformar el papel moneda condujo a la consolidación de los bancos regionales con el Banco de Francia (el 27 de abril y el 2 de mayo).	Febrero, 1848-1850	Conant (1915)
Se desató un pánico en todo el país como resultado de especulaciones en la compraventa de algodón.	Enero, 1864	Conant (1915)
La quiebra de Crédit Mobilier produjo una crisis nacional.	Noviembre, 1867-1868	Conant (1915)
Sucursales del Banco de Francia suspendieron sus operaciones. Luego de que Francia se rindiera, Alemania cerró el Banco de Estrasburgo, y el Banco de Prusia remplazó al Banco de Francia en Alsacia-Lorena.	Mayo, 1871	Conant (1915)
Especulación e innovación financiera causaron problemas en varios bancos; el Banco de Francia otorgó créditos a bancos más pequeños y a su vez recibió dinero del Banco de Inglaterra para volver a llenar sus reservas. Ese año, el crecimiento cayó 5% y no pudo recuperar su anterior nivel por un largo tiempo.	Febrero, 1882	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
Un inversionista francés intentaba acaparar el mercado de cobre; al mismo tiempo, el banco Comptoir d'Escompte reducía las garantías en ese metal. Los topes del producto se derrumbaron y su precio se desplomó, provocando cuantiosas pérdidas al Comptoir. El director se suicidó, desatando una corrida; los activos sanos no pudieron	Marzo, 1889	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)

	satisfacer la demanda de liquidez. El Comptoir acudió al Banco de Francia en busca de ayuda; el crecimiento cayó 14% durante la crisis.		
	Se desató un pánico bancario en todo el país; ya desde el comienzo de la Guerra ruso-japonesa la bolsa había registrado una tendencia a la baja.	Febrero, 1904	Conant (1915)
	Los problemas en los Estados Unidos elevaron la demanda mundial de oro y dinero; la mayoría de las pérdidas de Francia fueron en plata para sus colonias. Por lo tanto, el impacto visible sobre el crecimiento del PIB fue moderado.	1907	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
	Quebraron dos grandes bancos y se desataron corridas en algunos bancos regionales.	1930-1932	Bernanke y James (1990), Bordo *et al.* (2001)
	El banco Crédit-Lyonnaise tuvo serios problemas de solvencia.	1994-1995	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Gabón	En 1995 fue cerrado temporalmente un banco.	1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Gambia	En 1992, un banco estatal fue reestructurado y privatizado.	1985-1992	Caprio y Klingebiel (2003)
Georgia	Casi todos los grandes bancos dejaron de ser solventes. Una tercera parte de los créditos del sistema bancario estaban vencidos.	1991	Caprio y Klingebiel (2003)
Alemania	El Banco Nacional Austriaco rescató al Banco de Hamburgo; esto restableció la confianza y disipó la crisis; el Banco de Hamburgo saldó el préstamo en seis meses.	1857	Conant (1915)
	A causa de la crisis en Rusia, los precios de las acciones cayeron alrededor de 61% en Berlín; el problema afectó primero a los bancos hipotecarios, pero	1901	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)

	los bancos de descuento inyectaron liquidez. Tres bancos se fueron a la quiebra: el Dresdner Creditanstalt, el Banco de Leipzig y el Banco Leipzig. La tasa de crecimiento experimentó una contracción moderada.		
	Hubo crisis simultáneas; los bancos involucrados fueron recapitalizados o sus depósitos garantizados por el gobierno. Las corridas bancarias exacerbaron los problemas que venían acumulándose desde mediados de 1930; varias instituciones no pudieron cumplir con sus pagos, obligando a que la banca se tomara unas "vacaciones".	1931	Bernanke y James (1990), Bordo *et al.* (2001), Temin (2008)
	Las instituciones de transferencia tuvieron problemas.	1977	Caprio y Klingebiel (2003)
Ghana	Siete de 11 bancos dejaron de ser solventes; la banca rural se vio afectada.	1982-1989	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Los créditos vencidos se incrementaron de 11 a 27%; dos bancos del Estado tuvieron problemas y tres más dejaron de ser solventes.	1997	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Grecia	El país incumplió en el pago de su deuda externa y abandonó el patrón oro.	1931	Bordo *et al.* (2001)
	Problemas locales requirieron cuantiosas inyecciones de fondos públicos.	1991-1995	Bordo *et al.* (2001), Reinhart (2002), Caprio y Klingebiel (2003)
Guatemala	Dos pequeños bancos propiedad del gobierno registraban un elevado número de operaciones vencidas y cerraron a principios de los años noventa.	1991	Caprio y Klingebiel (2003)
	Tres pequeños bancos (Empresarial, Promotor y Metropolitano), con una participación en el mercado de 7% de los depósitos, fueron intervenidos y luego cerrados por no cumplir con los	2001	Jácome (2008)

	requisitos mínimos de solvencia.		
	El tercer banco más grande del país, el Bancafe (con 9% de los depósitos), fue cerrado, seguido meses más tarde por el Banco del Comercio (un banco pequeño con 1% de los depósitos).	2006	Jácome (2008)
Guinea	Seis bancos (con 99% de los depósitos) fueron declarados insolventes.	1985	Caprio y Klingebiel (2003)
	Dos bancos dejaron de ser solventes y uno más tuvo serios problemas financieros, representando 45% de todo el mercado.	1993-1994	Caprio y Klingebiel (2003)
Guinea-Bissau	A finales de 1995, 45% de la cartera de créditos de la banca comercial se había vuelto vencida.	1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Honduras	En septiembre fue cerrado el Bancorp, un banco pequeño con 3% de los depósitos.	1999	Jácome (2008)
	Fue cerrado el Banhcreser, un banco pequeño con una participación en el mercado de 3%.	2001	Jácome (2008)
	Dos bancos pequeños, el Banco Sogerin y el Banco Capital, fueron intervenidos y absorbidos por la institución encargada de garantizar los depósitos.	2002	Jácome (2008)
Hong Kong	Nueve compañías que aceptaban depósitos se fueron a la quiebra.	1982	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Siete bancos fueron liquidados o absorbidos.	1983-1986	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Un importante banco de inversiones se fue a la quiebra.	1998	Caprio y Klingebiel (2003)
Hungría	Se desató un pánico en los bancos de Budapest; hubo retiros en divisas extranjeras y la banca tuvo que tomarse unas "vacaciones".	Julio, 1931	Bernanke y James (1990)

	Hacia la segunda mitad de 1993, ocho bancos (con 25% de los activos del sistema financiero) fueron declarados insolventes.	1991-1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Islandia	Uno de los tres bancos estatales dejó de ser solvente.	1985-1986	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	El gobierno tuvo que inyectar capital al banco comercial del Estado.	1993	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
La India	El Banco de Bengala no pudo cumplir con la demanda de financiamiento, lo que trajo una elevada capitalización.	1863	Scutt (1904), Reinhart y Rogoff (2008a)
	Se perdieron las cosechas y se contrajeron demasiadas obligaciones con bancos europeos; la plata remplazó casi por completo al oro.	Abril, 1908	Conant (1915)
	En 1995, de acuerdo con las estimaciones, los activos improductivos de 27 bancos públicos llegaban a 20 por ciento.	1993-1996	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Indonesia	Un importante banco (el Banco Summa) se fue a la quiebra, creando corridas en tres bancos pequeños.	Noviembre, 1992	Kaminsky y Reinhart (1999)
	De los activos del sistema bancario, 14% (más de 70% de ellos en bancos estatales) presentaban irregularidades.	1994	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Para mayo de 2002, el Banco de Indonesia había cerrado 70 bancos y nacionalizado 13 (de un total de 237). En el punto más crítico de la crisis, los créditos improductivos llegaron a 65-75%, para descender después, en febrero de 2002, a alrededor de 12 por ciento.	1997-2002	Caprio y Klingebiel (2003)
Irlanda	Se desató un pánico en casi todos los bancos del país; en noviembre se fue a la quiebra el Banco Agrario.	Noviembre, 1836-1837	Conant (1915)

	El Tipperary Joint Stock Bank se fue a la quiebra tras descubrirse que uno de sus directores (John Sadlier) había cometido robos de manera sistemática y falsificado varias cuentas.	Febrero, 1856	Conant (1915)
Israel	Se vio afectado casi en su totalidad el sector bancario, que representaba 60% de la recapitalización del mercado bursátil. La bolsa de valores cerró 18 días y el valor de las acciones bancarias se desplomó más de 40%.	1977-1983	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Se colapsaron las acciones de los cuatro bancos más grandes; el Estado decidió nacionalizarlos.	Octubre, 1983	Reinhart (2002)
Italia	El Banco Nacional suspendió el dinero en especie ante la inminencia de la Guerra austro-prusiana.	Junio, 1866-1868	Conant (1915)
	El Banco Nacional tomó el control del Banco Tíber, la Sociedad Italiana de Bancos Hipotecarios y la Asociación Napolitana de la Construcción.		Conant (1915)
	El sector inmobiliario vivió un *boom* y luego se derrumbó, arrastrando consigo a los bancos. Una guerra arancelaria con Francia elevó las tasas de interés y contribuyó a que se desinflara la burbuja asociada con la tierra. El crecimiento se contrajo y no logró recuperarse durante cinco años.	1891	Bordo y Eichengreen (1999)
	El gobierno reorganizó el sistema bancario fusionando varios bancos y autorizando expansiones crediticias, lo que provocó una crisis monetaria. Si bien la lira se depreció, el impacto de la recesión fue moderado.	Enero, 1893	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
	Especulación y una escalada de problemas durante 1906 en Nueva York, Londres y París, pusieron las tasas de	1907	Bordo y Eichengreen (1999)

	interés contra las cuerdas, hasta que finalmente reventó la burbuja financiera. A esto siguió una caída abrupta de la producción.		
	Los bancos de ahorro estuvieron a punto de irse a la quiebra; los tres principales bancos de emisiones los rescataron; asimismo, brindaron apoyo a la industria durante la guerra.	1914	Teichova *et al.* (1997), Bordo *et al.* (2001)
	Tanto el tercero como el cuarto banco más grande del país dejaron de ser solventes, en parte debido a una desmedida comercialización antes y después de la guerra.	1921	Bordo *et al.* (2001)
	Hubo retiros en los grandes bancos y esto creó un pánico que se prolongaría hasta abril, cuando el gobierno reorganizó varias instituciones y adquirió los activos incobrables del sector industrial.	Diciembre, 1930-1931	Bernanke y James (1990), Bordo *et al.* (2001)
	El cierre de un gran número de bancos agrarios y la fusión de varios bancos comerciales y de ahorro hicieron que el sistema bancario italiano se mostrara completamente reorganizado.	1935	Teichova *et al.* (1997), Bordo *et al.* (2001)
	Cincuenta y ocho bancos, con 11% de los créditos, se fusionaron con otras instituciones.	1990-1991	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Fue cerrado un conglomerado de bancos mercantiles.	1994-1997	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Jamaica	FINSAC, una agencia estatal especializada en la resolución de problemas, asistió a cinco bancos, cinco compañías de seguros de vida, dos sociedades constructoras y nueve bancos mercantiles.	1995-2000	Caprio y Klingebiel (2003)
Japón	La Ley del Banco Nacional forzó a los bancos a aceptar los billetes del gobierno,	1872-1876	Conant (1915)

provocando la quiebra de nueve o 10 de ellos.		
Medidas deflacionarias causaron una contracción de la actividad comercial; cuatro bancos nacionales se fueron a la quiebra, cinco suspendieron sus operaciones y 10 más fueron consolidados.	1882-1885	Conant (1915)
Hubo déficits comerciales, pérdidas en las reservas y sobre todo en la producción; en un año el crecimiento cayó alrededor de seis por ciento.	1910	Bordo y Eichengreen (1999)
El mercado bursátil de Tokio se derrumbó a principios de 1907, creando incertidumbre en todo el mundo. El Banco de Japón intervino algunos bancos y dejó que otros se fueran a la quiebra. La recesión fue profunda.	1907	Bordo y Eichengreen (1999)
El país abandonó el patrón oro.	1917	Bordo *et al.* (2001), Flath (2005)
Un terremoto en Tokio produjo deudas incobrables que sacudieron al Banco de Tokio y al Banco de Chosen. Ambos fueron reestructurados con la ayuda del gobierno.	Septiembre, 1923	Bernanke y James (1990)
Un pánico bancario llevó a la implementación de regulaciones más estrictas. La quiebra del Banco Watanabe en Tokio desató nuevos pánicos y una oleada de bancarrotas; 15 bancos fueron incapaces de cumplir con sus pagos. La falta de voluntad del gobierno para emprender un rescate bancario provocó más incertidumbre y pánicos. La crisis terminó en consolidaciones bancarias.	Abril, 1927	Bernanke y James (1990), Bordo *et al.* (1990)
La banca tuvo problemas debido a una pronunciada caída del mercado bursátil y en el precio de la vivienda. En 1995, de acuerdo con las estimaciones, los créditos vencidos equivalían a 469 000	1992-1997	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)

	millones —un millardo de dólares o 10-25% del PIB. A finales de 1998 habían ascendido a 725 000 millones o 18% del PIB, y para 2002 sumaban 35% de todos los créditos. Siete bancos fueron nacionalizados, 61 instituciones financieras cerradas y otras 28 instituciones fusionadas.		
Jordania	El tercer banco más importante se fue a la quiebra.	Agosto, 1989-1990	Caprio y Klingebiel (2003)
Kenia	De los pasivos del sistema financiero, 15% presentaban problemas de liquidez y solvencia.	1985-1989	Caprio y Klingebiel (2003)
	Dos bancos locales fueron intervenidos.	1992	Caprio y Klingebiel (2003)
	Diversos bancos, que representaban 30% de los activos del sistema financiero, pasaron por graves problemas de solvencia.	1993-1995	Caprio y Klingebiel (2003)
	Los créditos vencidos llegaron a 19 por ciento.	1996	Caprio y Klingebiel (2003)
Corea	Una desregulación financiera produjo un aumento en el número de bancos.	Enero, 1986	Shin y Hahm (1998), Reinhart (2002)
	Hasta mayo de 2002, cinco bancos fueron obligados a dejar el mercado mediante un "paquete de compra y detentación"; 303 instituciones financieras (215 de ellas uniones de crédito) cerraron sus puertas y cuatro bancos fueron nacionalizados. Los créditos vencidos del sistema bancario llegaron a 30 y 40%, para descender más tarde, en marzo de 2002, a tres por ciento.	Julio, 1997	Bordo *et al.* (2001), Reinhart (2002), Caprio y Klingebiel (2003)
Kuwait	Hacia 1986 alrededor de 40% de los créditos estaban vencidos.	1983	Caprio y Klingebiel (2003)
República de Kirguistán	Alrededor de 80-90% de los créditos del sistema bancario eran de cobro dudoso.	1993	Caprio y Klingebiel (2003)

	En 1995 cerraron sus puertas cuatro bancos pequeños.		
República Democrática Popular de Laos	Algunos bancos tuvieron problemas.	Principios de la década de 1990	Caprio y Klingebiel (2003)
Letonia	Se desató un pánico en los bancos que tenían nexos con Alemania; en especial dos bancos se vieron fuertemente afectados.	Julio, 1931	Bernanke y James (1990)
	Entre 1995 y 1999, 35 bancos vieron sus licencias revocadas, cerraron sus puertas o suspendieron sus operaciones.	1994-1999	Caprio y Klingebiel (2003)
Líbano	Cuatro bancos dejaron de ser solventes y 11 más recurrieron al Banco Central en busca de créditos.	1988-1990	Caprio y Klingebiel (2003)
Lesoto	Uno de cada cuatro bancos comerciales tenía créditos vencidos.	1988	Caprio y Klingebiel (2003)
Liberia	De 11 bancos, siete (con 60% de los activos) dejaron de operar.	1991-1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Lituania	En 1995 fueron liquidados 12 bancos menores (de un total de 25); tres bancos privados (con 29% de los depósitos) quebraron, y tres bancos estatales fueron declarados insolventes.	1995-1996	Caprio y Klingebiel (2003)
Macedonia	Alrededor de 70% de los créditos del sistema bancario estaban vencidos. El gobierno adquirió la deuda externa de la banca y cerró el segundo banco más importante.	1993-1994	Caprio y Klingebiel (2003)
Madagascar	De los créditos bancarios, 25% fueron declarados irrecuperables.	1988	Caprio y Klingebiel (2003)

Malasia	Se desataron corridas en las sucursales de un importante banco local tras la quiebra de un banco afín en Hong Kong. Las instituciones insolventes representaban 3% de los depósitos del sistema financiero; las instituciones marginalmente recapitalizadas y tal vez insolventes representaban 4% más.	Julio, 1985-1988	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Se reestructuró el sector de las compañías financieras y el número de instituciones se redujo de 39 a 10 a través de fusiones. El Banco Central adquirió dos de ellas, incluyendo la más grande compañía financiera independiente. Dos bancos (con 14% de los activos del sistema bancario) fueron declarados insolventes y hubo que fusionarlos con otros bancos. Los créditos vencidos llegaron a 25-35% de los activos del sistema bancario, aunque en marzo de 2002 descendieron a 10.8 por ciento.	Septiembre, 1997	Bordo *et al.* (2001), Reinhart (2002), Caprio y Klingebiel (2003)
Malí	Los créditos vencidos del banco más grande del país llegaron a 75 por ciento.	1987-1989	Caprio y Klingebiel (2003)
Mauritania	En 1984, entre 45 y 70% de la cartera de activos de cinco importantes bancos estaba vencida.	1984-1993	Caprio y Klingebiel (2003)
República de Mauricio	El Banco Central cerró dos de los 12 bancos comerciales por fraude y otras irregularidades.	1997	Caprio y Klingebiel (2003)
México	El gobierno mexicano recibió cuantiosos préstamos y luego suspendió sus pagos (en junio de 1885); la inversión extranjera se desplomó, provocando una crisis crediticia y corridas bancarias; los bancos dejaron de otorgar préstamos. En 1884, el Banco Nacional y el Banco	1883	Conant (1915)

Mercantil se fusionaron en el Banco Nacional de México (Banamex) con el fin de cumplir con la demanda de crédito por parte del gobierno.		
El Banco Nacional absorbió al Banco Mercantil Mexicano, su principal competidor.	1893	Conant (1915)
Hubo una fuerte escasez crediticia debido a la crisis en los Estados Unidos; los bancos no pudieron cobrar las deudas; el Banco Central y diversos bancos estatales se colapsaron; otros sobrevivieron con la ayuda del gobierno federal o a través de una fusión. Todo ello trajo más bancarrotas y una parálisis en la actividad económica. El gobierno previno contra una exagerada expansión del crédito; en febrero, en un comunicado, se manifestó en contra de los préstamos riesgosos, y en junio impuso varias restricciones.	Febrero, 1908	Conant (1915)
Los pagos quedaron suspendidos luego de que se desatara una corrida en los bancos principales.	1929	Bernanke y James (1990)
Se produjeron fugas de capital; el gobierno respondió nacionalizando la banca privada.	1981-1982	Bordo *et al.* (2001)
El sistema bancario pasó al control del Estado.	Septiembre, 1982-1991	Kaminsky y Reinhart (1999), Caprio y Klingebiel (2003)
En la segunda mitad de 1992, varias instituciones financieras que poseían "ajustabonos" se vieron afectadas por el aumento en la tasa de interés real.	Octubre, 1992	Kaminsky y Reinhart (1999)
En 1994, nueve bancos fueron intervenidos y 11 más participaron en los programas de recapitalización y compra de cartera vencida de 34 bancos comerciales. Los nueve bancos representaban 19% de los activos del	1994-1997	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003), Jácome (2008)

	sistema financiero y fueron declarados insolventes. Sólo 1% de los activos bancarios pertenecía a extranjeros, pero, para 1998, 18% ya eran propiedad de bancos extranjeros.		
Marruecos	El sector bancario enfrentó dificultades.	1983	Caprio y Klingebiel (2003)
Mozambique	El principal banco comercial del país tenía serios problemas de solvencia, pero éstos se hicieron evidentes sólo después de 1992.	1987-1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Myanmar	De acuerdo con los informes, el más grande banco comercial del Estado tenía un elevado número de créditos vencidos.	1996-¿?	Caprio y Klingebiel (2003)
Nepal	A principios de 1988, los pagos atrasados de tres bancos (que representaban 95% del sistema financiero) promediaban 29% de los activos.	1988	Caprio y Klingebiel (2003)
Holanda	El Banco de Ámsterdam fue cerrado por decreto gubernamental; la liquidación comenzó en enero y se prolongó por varios años.	Diciembre, 1819-1829	Conant (1915)
	Las tasas de descuento eran volátiles y acabaron por provocar una crisis.	1897	Bordo *et al.* (2001), Homer y Sylla (1991)
	El cierre temporal de la bolsa de Ámsterdam aceleró de manera significativa la evolución de la banca. Las viejas instituciones fueron sustituidas por grandes bancos comerciales, y muchos otros bancos fueron comprados o remplazados.	1914	't Hart *et al.* (1997), Bordo *et al.* (2001)
	La calificación de los bancos fue negativa y muchos enfrentaron graves problemas. La crisis trajo una mayor centralización e hizo que los bancos trabajaran de manera más estrecha. La banca financió la industria mucho más	1921	't Hart *et al.* (1997), Bordo *et al.* (2001)

	extensamente después de la guerra; el final de la crisis marcó el despegue del crecimiento industrial.		
	El principal banco del país, el Banco de Ámsterdam, adquirió el Noordhollandsch Landbouwcrediet, un banco también importante.	1939	Bordo *et al.* (2001)
Nueva Zelanda	Un importante banco estatal, con 25% de los activos del sistema bancario, tuvo problemas de solvencia debido a su alto porcentaje de créditos vencidos.	1987-1990	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Nicaragua	En 1996 los créditos vencidos de la banca llegaron a 50 por ciento.	1987-1996	Caprio y Klingebiel (2003)
	De 11 bancos, cuatro (con 40% de los depósitos) fueron intervenidos y vendidos a otras instituciones financieras.	2000-2002	Jácome (2008)
Níger	A mediados de la década de 1980, los créditos vencidos del sistema bancario ascendieron a 50%. Cuatro bancos fueron liquidados, tres reestructurados a finales de esa década y dos más en 2002.	1983-¿?	Caprio y Klingebiel (2003)
Nigeria	En 1993 los bancos sin solvencia poseían 20% de los activos de la banca y 22% de los depósitos. En 1995 casi la mitad de los bancos reportaron estar pasando por apuros financieros.	1992-1995	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Los bancos en problemas poseían 4% de los activos del sector.	1997	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Noruega	Hubo especulación en el sector inmobiliario; la burbuja reventó una vez que aumentaron las tasas de interés, mandando a la quiebra a varios bancos. El Banco de Noruega tomó cartas en el asunto e impidió que la crisis se propagara.	1898	Jonung y Hagberg (2002)

País	*Resumen*	*Año*	*Fuente*
	Negligencia en el otorgamiento de créditos durante la guerra y la depresión económica mundial a principios de los años veinte crearon una gran inestabilidad bancaria.	1921-1923	Bordo *et al.* (2001), Jonung y Hagberg (2002)
	El país abandonó el patrón oro; el Banco Norges brindó un gran apoyo a los bancos pequeños, evitando así una crisis sistémica. La situación recibió un mejor manejo que durante la crisis de 1921.	1931	Bordo *et al.* (2001), Oksendal (2007)
	La legislación introdujo un impuesto sobre los depósitos bancarios, provocando un gran número de retiros.	1936	Bernanke y James (1990)
	Dos bancos regionales de ahorro se fueron a la quiebra, para ser luego fusionados y rescatados. El Banco Central otorgó préstamos especiales a seis bancos con problemas causados por la recesión de 1985-1986 y por créditos hipotecarios irregulares. Los tres bancos más grandes, con 85% de los activos del sistema bancario, pasaron al control del Estado.	1987-1993	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Jonung y Hagberg (2002), Caprio y Klingebiel (2003)
Panamá	En 1988 el sistema bancario se tomó unas "vacaciones" de nueve semanas. La situación financiera de la mayoría de los bancos comerciales, privados o estatales, era precaria: 15 suspendieron sus operaciones.	1988-1989	Caprio y Klingebiel (2003)
Papua Nueva Guinea	Dejaron de operar 85% de las asociaciones de ahorro y crédito.	1989-¿?	Caprio y Klingebiel (2003)
Paraguay	El Banco de Paraguay y el Banco del Río de la Plata suspendieron sus pagos, desatando un terrible pánico. El precio del oro se incremento en 300% y finalmente los bancos tuvieron que ser liquidados.	1890	Conant (1915)

	A finales de 1998, la Superintendencia de Bancos del gobierno de Paraguay intervino la mayoría de los bancos públicos y privados nacionales, así como varias instituciones financieras, incluyendo el banco y la institución de ahorro y crédito más grandes del país. A finales de 1999 la mayoría de los bancos habían pasado a manos extranjeras (con más de 80% de los activos bancarios). Para el año 2000 todos los bancos gozaban de buena salud. En 1997 dos bancos, con alrededor de 10% de los depósitos, fueron intervenidos y cerrados. En 1998 un banco de regular tamaño (con 6.5% de los depósitos) fue cerrado.	1995-1999	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003), Jácome (2008)
	El tercer banco más grande, con casi 10% de los depósitos, fue intervenido y cerrado.	2002	Caprio y Klingebiel (2003), Jácome (2008)
Perú	Fue suspendida la acuñación de monedas en oro; el país tuvo un patrón plata durante 25 años.	1872-1873	Conant (1915), Reinhart y Rogoff (2008a)
	Dos grandes bancos se fueron a la quiebra. El resto del sistema padeció altos niveles de créditos vencidos y desintermediación financiera como resultado de la nacionalización de la banca en 1987.	Abril, 1983-1990	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Flujos de capital provocaron una contracción crediticia local y puso al descubierto los problemas de solvencia de varios bancos, entre ellos el Banco Wiese, el Banco Latino (respectivamente, con una participación en el mercado de 16.7 y 3%) y otras instituciones financieras más pequeñas. El proceso de resolución bancaria se extendió a un par de bancos más	1999	Jácome (2008)

	(con casi 21% de los depósitos). La inestabilidad afectó asimismo a otros seis bancos pequeños (con 6.5% de los depósitos).		
Filipinas	Se colapsó el mercado del papel comercial, causando corridas bancarias y la quiebra de los bancos de ahorros y de instituciones financieras no bancarias. Se suscitaron problemas en dos bancos públicos (que representaban 50% de los activos del sistema bancario), seis bancos privados (con 12% de los activos del sistema bancario), 32 bancos de ahorro (con 53% de los activos en ese rubro) y 128 bancos rurales.	Enero, 1981-1987	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Un banco comercial, siete bancos de ahorro (de un total de 88) y 40 bancos rurales (de 750) fueron puestos a disposición de la autoridad judicial. Los créditos vencidos de la banca alcanzaron 12% en noviembre de 1998 y se estimaba que llegarían a 20% en 1999.	Julio, 1997-1998	Reinhart (2002), Caprio y Klingebiel (2003)
Polonia	Las corridas bancarias provocaron que tres grandes bancos suspendieran sus pagos; la sacudida se prolongó hasta 1927.	Julio, 1926-1927	Bernanke y James (1990)
	Hubo corridas bancarias, sobre todo en los bancos que tenían nexos con la institución austriaca Creditanstalt, en lo que representó un efecto de propagación de la crisis en Austria.	Junio, 1931	Bernanke y James (1990)
	En 1991, siete de los nueve bancos comerciales propiedad del Tesoro (con 90% del crédito), el Banco de Economía Alimentaria y el sistema de la banca cooperativa tuvieron problemas de solvencia.	1991	Caprio y Klingebiel (2003)

Portugal	Con un largo historial de calamidades debido a sus lazos con el gobierno, el Banco de Lisboa finalmente suspendió sus pagos.	1828	Conant (1915)
	El Banco de Lisboa perdió todo el crédito, no pudo redimir sus billetes y se transformó en el Banco de Portugal.	Mayo, 1846-1847	Conant (1915)
	Grandes déficits presupuestarios, la crisis del banco Barings y la Revolución brasileña provocaron una depreciación de la moneda. El gobierno se negó a pagar parte de su deuda interna y renegoció la externa a fin de reducir el pago de intereses. La crisis afectó profundamente el crecimiento.	1890	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
	Durante la economía de la posguerra fueron comunes las quiebras bancarias.	1920	Bordo *et al.* (2001)
	Tuvieron lugar múltiples quiebras bancarias.	1923	Bordo *et al.* (2001)
	El país abandonó el patrón oro.	1931-1932	Bordo *et al.* (2001)
Rumania	Los bancos bajo administración alemana y otros más se fueron a la quiebra; hubo tumultuosas corridas bancarias.	Julio, 1931	Bernanke y James (1990)
	En 1990, los créditos vencidos alcanzaron 25-30% en los seis principales bancos estatales.	1990	Caprio y Klingebiel (2003)
Rusia	El Banco de Rusia cerró en abril; los pagos con dinero en especie quedaron suspendidos para siempre. El déficit permanente del Tesoro hizo necesarios varios préstamos, y la situación crediticia era un desastre.	Abril, 1862-1863	Conant (1915)
	El banco de la localidad de Skopine recibió depósitos de todo el Imperio, pero mantuvo reservas muy bajas; la burbuja estalló en 1875 cuando no pudo pagar sus depósitos. Tras el evento, la banca comunitaria mantuvo un bajo perfil.	1875	Conant (1915), Reinhart y Rogoff (2008a)

	Los bancos comerciales constituidos como sociedades anónimas fueron inundados con activos vencidos; un gran número de bancos pequeños se fueron a la quiebra, mientras que los grandes recibieron la protección del banco estatal.	1896	Cameron (1967)
	El mercado de préstamos interbancarios dejó de operar, pues había preocupación por los créditos que se otorgaban a prestatarios indirectos en los nuevos bancos.	Agosto, 1995	Caprio y Klingebiel (2003)
	Casi 720 bancos, que representaban la mitad del total en operación, fueron declarados insolventes. Los bancos sumaban 4% de los activos del sector y 32% de los depósitos minoristas. Dieciocho bancos, con 40% de los activos del sector y 41% de los depósitos familiares, pasaban por serios apuros y tuvieron que ser rescatados.	1998-1999	Caprio y Klingebiel (2003)
Ruanda	Fue cerrado uno de los bancos más importantes.	1991	Caprio y Klingebiel (2003)
Santo Domingo	El Banco Nacional quebró tras intentar adoptar sin éxito el patrón oro; dejaron de aceptarse los billetes de banco.	1894	Conant (1915)
Santo Tomás y Príncipe	A finales de 1992, 90% de los créditos de la banca unificada presentaban irregularidades. En 1993 ésta fue liquidada, dos nuevos bancos obtuvieron el permiso para operar y adquirieron la mayoría de los activos. En 1994 se suspendieron las operaciones de crédito en uno de los nuevos bancos.	1991	Caprio y Klingebiel (2003)
Escocia	El Banco Occidental se fue a la quiebra debido a prácticas bancarias	Octubre, 1857-1858	Conant (1915)

	imprudentes. El banco otorgó varios créditos incobrables a cuatro empresas; cuando esto se descubrió, las cuentas fueron congeladas y las empresas cerradas. Se desató un pánico en la bolsa de valores; los inversionistas retiraron su dinero y el banco quebró.		
	El Banco de la Ciudad de Glasgow se fue a la quiebra debido a un fraude contable cometido durante tres años y por el que se concedieron préstamos a cuatro empresas; la quiebra dejó en la ruina a los accionistas pero no a los acreedores.	Septiembre, 1878-1880	Conant (1915)
	El Banco de Escocia absorbió al Banco de Caledonia, y el Banco del Norte de Escocia al Town & Country Bank.	Marzo, 1908	Conant (1915)
Senegal	En 1988, 50% de los créditos estaban vencidos. Seis bancos comerciales y un banco de desarrollo (con 20-30% de los activos del sistema financiero) cerraron sus puertas.	1988-1991	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Sierra Leona	En 1995, 40-50% de los créditos del sistema bancario estaban vencidos; como consecuencia fue sometido a una recapitalización y una reestructuración.	1990	Caprio y Klingebiel (2003)
Singapur	Los créditos vencidos ascendían a 200 millones de dólares o 0.6% del PIB.	1982	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Eslovaquia	En 1997, de acuerdo con las estimaciones, los créditos en riesgo de ser recuperados sumaban 101 000 millones de coronas: alrededor de 31% de los préstamos y 15% del PIB.	1991	Caprio y Klingebiel (2003)
Eslovenia	Tres bancos (con dos terceras partes de los activos de la banca) fueron reestructurados.	1993-1994	Caprio y Klingebiel (2003)

Sudáfrica	El Trust Bank tuvo problemas.	Diciembre, 1977-1978	Bordo *et al.* (2001), Reinhart (2002), Caprio y Klingebiel (2003)
	Algunos bancos tuvieron problemas.	1989	Caprio y Klingebiel (2003)
España	Durante la Guerra Peninsular, Francia ocupó España, y el Banco de San Carlos prácticamente dejó de operar después de 1814.	1814-1817	Conant (1915)
	El Banco de San Carlos fue reorganizado como el Banco de San Fernando.	Julio, 1829	Conant (1915)
	El Banco de Isabel II, creado en 1844 por el gobierno para rivalizar con el Banco de San Fernando, se fusionó con este último dando lugar al Banco Español de San Fernando. La nueva entidad absorbió las deudas del Banco de Isabel y quedó completamente a expensas del Estado. En 1848, a medida que se agotaban las reservas de efectivo y aumentaba el circulante, el gobierno exigió más préstamos; además, el banco fue víctima de robo y desfalco. Finalmente, el gobierno lo reorganizó como el Banco de España con el fin de emular al Banco de Inglaterra.	Febrero, 1846-1847	Conant (1915)
	Varios bancos universales de Cataluña se volvieron insolventes, provocando con el paso del tiempo la quiebra de las instituciones de crédito más prominentes y antiguas, y afectando sobre todo a Barcelona.	1920-1923	Bordo *et al.* (2001)
	Dos grandes bancos se fueron a la quiebra.	1924-1925	Bernanke y James (1990), Bordo *et al.* (2001)
	El país logró evitar lo peor de la Gran Depresión al mantenerse alejado del patrón oro; se vivieron pánicos, pero el Banco de España estuvo en condiciones de otorgar créditos libremente como prestamista de último recurso.	1931	Bordo *et al.* (2001), Temin (2008)

	El Banco de España inició el rescate de varios bancos pequeños. Entre 1978 y 1983 fueron rescatadas 24 instituciones, cuatro fueron liquidadas, cuatro fusionadas y 20 bancos pequeños y medianos fueron nacionalizados. Estos 52 bancos (de un total de 110), con 20% de los depósitos de la banca, tenían problemas de solvencia.	1977-1985	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Sri Lanka	Según las estimaciones, los créditos vencidos de los bancos estatales (70% del sector) equivalían a 35 por ciento.	1989-1993	Caprio y Klingebiel (2003)
Suazilandia	El Banco Central tomó el control de tres bancos.	1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Suecia	La depreciación del oro dio pie al Informe sobre Lingotes (similar al Informe sobre la Moneda Irlandesa de 1804).	Enero, 1811	Conant (1915)
	Se produjeron fuertes crisis bancarias.	1876-1879	Jonung y Hagberg (2002)
	La Ley del Riksbank designó a éste como banco central, otorgándole el derecho exclusivo para emitir billetes.	1897	Bordo *et al.* (2001), Jonung y Hagberg (2002)
	El crédito vivía un auge, pero una pérdida de confianza en la estabilidad del sistema bancario desató pánicos. Las reservas se depreciaron y a pesar de ello el Riksbank otorgó préstamos a bancos nacionales. Aunque la producción se vio fuertemente afectada, la economía logró recuperarse pronto.	1907	Bordo y Eichengreen (1999), Jonung y Hagberg (2002)
	Una de las más profundas crisis bancarias en la historia de Suecia tuvo lugar como resultado de una aguda recesión.	1922-1923	Jonung y Hagberg (2002)
	Los bancos asociados con el inversionista Ivar Kreuger pasaron grandes apuros tras la muerte de éste; si bien los	1931-1932	Bordo *et al.* (2001), Jonung y Hagberg (2002)

	bancos sufrieron cuantiosas pérdidas, el gobierno protegió a los inversionistas evitando que la quiebra de los bancos los afectara.		
	El gobierno rescató al Nordbanken, el segundo más grande del país. Tanto el Nordbanken como el Gota Bank, con 22% de los activos de la banca, se habían vuelto insolventes. Por su parte, el Sparbanken Foresta, con 24% de los activos de la banca, fue intervenido. Cinco de los seis bancos más grandes, con 70% de los activos de la banca, tuvieron problemas.	Noviembre, 1991-1994	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Jonung y Hagberg (2002), Caprio y Klingebiel (2003)
Suiza	El país no pudo obtener su abastecimiento de monedas desde Francia; los clientes de la banca se apresuraron a redimir sus billetes por monedas; los bancos racionaron los descuentos y el crédito, provocando una desaceleración económica.	Julio, 1870-1871	Conant (1915)
	Hubo una oleada de bancarrotas y consolidaciones.	1910-1913	Vogler (2001)
	La crisis de la banca alemana sacudió con fuerza a los bancos del país; los activos totales se contrajeron y fue necesario reestructurar varios bancos.	1931	Bordo *et al.* (2001), Vogler (2001)
	Los apuros fueron constantes debido al impacto de la Gran Depresión de los Estados Unidos, así como por la crisis bancaria alemana de 1931.	1933	Bordo *et al.* (2001), Vogler (2001)
Taiwán	Cuatro compañías fiduciarias y 11 sociedades anónimas se fueron a la quiebra.	1983-1984	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	La quiebra de la cooperativa de crédito Changua Fourth creó corridas en otras uniones de crédito.	Julio, 1995	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	A finales de 1998, según las estimaciones,	1997-1998	Bordo *et al.* (2001),

	los créditos vencidoos del sistema bancario equivalían a 15 por ciento.		Caprio y Klingebiel (2003)
Tayikistán	Uno de los mayores bancos del país se volvió insolvente y un banco pequeño cerró sus puertas.	1996-¿?	Caprio y Klingebiel (2003)
Tanzania	En 1987 las principales instituciones financieras presentaban atrasos que equivalían a la mitad de sus carteras. En 1990 el Banco Nacional de Comercio, con 95% de los activos de la banca, dejó de ser solvente.	1987	Caprio y Klingebiel (2003)
Tailandia	Tras el derrumbe del mercado bursátil, una de las más grandes instituciones financieras del país se fue a la quiebra. Dio inicio el rescate del sector financiero.	Marzo, 1979	Kaminsky y Reinhart (1999)
	Cuantiosas pérdidas en una compañía financiera provocaron corridas y la intervención del gobierno. Las autoridades intervinieron 50 empresas financieras y de valores, y cinco bancos comerciales, con alrededor de 25% de los activos de la banca; tres bancos comerciales (con 14% de los activos) fueron declarados insolventes.	Octubre, 1983-1987	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	De mayo de 1996 a mayo de 2002 el Banco de Tailandia cerró 59 (de un total de 91) instituciones financieras (con 13% de los activos del sistema financiero y 72% de los activos de las instituciones financieras), así como uno de los 15 bancos locales, y nacionalizó cuatro más. A partir de marzo de 2002, una empresa pública especializada en la gestión de activos poseía 29.7% de los activos del sistema financiero. Los créditos vencidos sumaban 33% del total, pero se redujeron a 10.3% en febrero de 2002.	Mayo, 1996	Bordo *et al.* (2001), Reinhart (2002), Caprio y Klingebiel (2003)

Togo	El sector bancario experimentó problemas de solvencia.	1993-1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Trinidad y Tabago	Varias instituciones financieras pasaron por problemas de solvencia y tres bancos estatales fueron fusionados.	1982-1993	Caprio y Klingebiel (2003)
Túnez	La mayoría de los bancos comerciales tenia problemas de capitalización.	1991-1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Turquía	Luego de la crisis en Alemania se desataron pánicos en las sucursales de varios bancos de ese país.	Julio, 1931	Bernanke y James (1990)
	Tres bancos se fusionaron con el Banco Agrario, propiedad del Estado, y luego fueron liquidados; dos grandes bancos fueron reestructurados.	1982-1985	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	El inicio de la guerra provocó retiros masivos y un pánico bancario, forzando a que el gobierno garantizara todos los depósitos.	Enero, 1991	Kaminsky y Reinhart (1999)
	En abril se fueron a la quiebra tres bancos.	Abril, 1994	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Dos bancos cerraron y 19 más han sido absorbidos por el Fondo de Seguro de Depósito de Ahorros.	2000	Caprio y Klingebiel (2003)
Uganda	Entre 1994 y 1998 la mitad del sistema bancario tuvo problemas de solvencia. Entre 1998 y 2002 varios bancos fueron recapitalizados y privatizados, o también cerrados.	1994-2002	Caprio y Klingebiel (2003)
Ucrania	Hacia 1997, 32 de los 195 bancos del país estaban siendo liquidados, mientras que otros 25 pasaban por una rehabilitación financiera. Los créditos incobrables sumaban 50-65% de los activos, incluso en los bancos líderes. En 1998, la banca	1997-1998	Caprio y Klingebiel (2003)

	se resintió todavía más por la decisión del gobierno de reestructurar su deuda.		
Reino Unido	Se produjo una especulación generalizada debido al Decreto de Berlín promulgado por Napoleón. Varios de los nuevos bancos regionales emitieron grandes cantidades de billetes, provocando una fuerte caída en la bolsa de Londres; el Tesoro rescató los bancos el 11 de abril de 1811.	1810	Conant (1915)
	Buenas cosechas y precios bajos trajeron especulación; una depresión generalizada de los precios de la vivienda afectó al sector productivo. Se fueron a la quiebra 49 bancos regionales; de 300 a 500 negocios suspendieron sus operaciones, y hubo una demanda cada vez más grande de billetes del Banco de Inglaterra.	1815-1817	Conant (1915)
	La especulación en inversiones reales y ficticias, financiadas por una banca no regulada, provocó una burbuja accionaria y en la deuda soberana extranjera de Latinoamérica, seguida por el derrumbe del mercado bursátil. Seis bancos londinenses (entre ellos el Banco Henry Thornton) y 60 bancos nacionales cerraron sus puertas; en Londres se desató un pánico.	Abril, 1825-1826	Conant (1915)
	En marzo de 1837 tres bancos se fueron a la quiebra; el Banco de Inglaterra entregó generosos anticipos a otros bancos para evitar que se desatara un pánico. A pesar de ello, los bancos se fueron a la quiebra. El país elevó la tasa de descuento y obtuvo créditos de Francia y Alemania.	Marzo, 1837-1839	Conant (1915)
	La gran hambruna irlandesa causada por la escasez de papa y la "manía ferrocarrilera" produjeron el agotamiento de las reservas de lingotes de oro; la	Abril, 1847-1848	Conant (1915)

falta de recursos desató un pánico. Las empresas invirtieron demasiado en la aventura ferrocarrilera y en las plantaciones de azúcar, y pronto comenzaron a colapsarse arrastrando consigo a la banca.		
El descubrimiento de minas de oro en Australia y California desató una especulación generalizada y luego un colapso que paralizó las finanzas de todo el mundo (la crisis se propagó desde los Estados Unidos a Europa, Sudamérica y el Lejano Oriente). La mayoría de los bancos suspendieron sus operaciones; el Banco de Inglaterra se convirtió en la única fuente de descuento.	Agosto, 1857	Conant (1915)
La Ley Bancaria de 1844 fue suspendida para hacer frente al pánico; las demandas de pago fueron saldadas en oro. La compañía Joint Stock Discount se fue a la quiebra y diversas industrias ofrecieron descuentos.	Mayo, 1866	Conant (1915)
Se produjo una crisis bancaria regional: el 9 de diciembre quebraron los bancos West of England y South Wales District; el 2 de octubre quebró el banco de la ciudad de Glasgow como resultado de una pérdida de confianza.	Octubre, 1878	Conant (1915)
La cartera del banco de los hermanos Baring estaba formada principalmente de títulos en Argentina y Uruguay. Se vino abajo el préstamo otorgado a la compañía encargada de los servicios de agua y drenaje en Buenos Aires, pero el Banco de Inglaterra, con la ayuda de los bancos de Francia y Rusia, planeó un rescate, salvando así de la quiebra al banco Barings. A esto siguió una breve recesión de regular impacto.	Noviembre, 1890	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
La banca vivió una crisis "secundaria".	1974-1976	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)

	Quebró el Johnson Matthey Bankers.	1984	Caprio y Klingebiel (2003)
	Quebró el Banco de Crédito y Comercio Internacional.	1991	Caprio y Klingebiel (2003)
	Quebró el banco Barings.	1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Estados Unidos	Los bancos del Estado suspendieron los pagos con dinero en especie debido a la guerra de 1812, paralizando las operaciones del Tesoro.	Agosto, 1814	Conant (1915)
	Fueron declarados insolventes 46 bancos debido a la demanda de dinero en especie por parte del Segundo Banco de los Estados Unidos.	1818-1819	Conant (1915)
	En la antesala de la crisis inglesa, el Banco de los Estados Unidos y el resto de la banca estuvieron a punto de suspender sus operaciones.	Enero, 1825	Conant (1915)
	Se fueron a la quiebra tres bancos; el Banco de Inglaterra entregó generosos anticipos a otros bancos para evitar que se desatara un pánico. Las bancarrotas comenzaron en Nueva Orleans y Nueva York, y se extendieron a los bancos de otras ciudades.	1836-1838	Conant (1915)
	El Segundo Banco de los Estados Unidos fue liquidado; los prestamistas recuperaron su dinero pero los accionistas perdieron todos los intereses; se fueron a la quiebra 26 bancos locales.	Marzo, 1841	Conant (1915)
	El descubrimiento de minas de oro en Australia y California desató una especulación generalizada y luego un colapso que paralizó las finanzas de todo el mundo (la crisis se propagó desde los Estados Unidos a Europa, Sudamérica y el Lejano Oriente). La mayoría de los bancos suspendieron sus operaciones; el Banco de Inglaterra se convirtió en la única fuente de descuento.	Agosto, 1857	Conant (1915)

El gobierno suspendió los pagos con dinero en especie hasta 1879, provocando un alza en el precio del oro (que llegó a su máximo en 1864) y de los productos del mercado minorista.	Diciembre, 1861	Conant (1915)
La Guerra Civil desató un pánico bancario.	Abril, 1864	Conant (1915)
La quiebra de la firma bancaria de Filadelfia Jay Cooke & Company causó una recesión que se prolongó hasta 1877.	Septiembre, 1873	Conant (1915)
La debilidad de los precios de los productos básicos y la quiebra de varias casas corredoras de bolsa desataron corridas bancarias y provocaron la suspensión de pagos, principalmente en el área de Nueva York. El impacto sobre la producción fue moderado.	Mayo, 1884	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
La incertidumbre monetaria y el derrumbe del mercado bursátil desataron corridas bancarias. Se implementaron medidas para aliviar la crisis; hubo una fuerte caída en la producción, pero la economía se recuperó pronto.	1890	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
Proliferaron las restricciones crediticias mundiales y los excesos financieros locales, lo que provocó un aumento en el número de bancos públicos. Asimismo, un porcentaje cada vez más alto de depósitos respecto a las reservas en efectivo creó las condiciones para una crisis. Estallaron las burbujas especulativas de los sectores inmobiliario y bursátil; la crisis se propagó desde Nueva York por todo el país. La tasa de crecimiento cayó 9% anual. J. P. Morgan, el Banco de Montreal y el tesoro de Nueva York inyectaron liquidez.	Marzo, 1907	Conant (1915), Bordo y Eichengreen (1999)
La bolsa de valores de Nueva York cerró hasta diciembre como respuesta a la guerra; sin embargo, pudo evitarse una	Julio, 1914	Bordo *et al.* (2001)

	crisis bancaria inundando el país con dinero de emergencia, lo que impidió una posible avalancha de retiros.		
	Durante la Gran Depresión cerraron miles de bancos; las quiebras estuvieron asociadas con distritos específicos de la Reserva Federal. El Banco de los Estados Unidos quebró en diciembre de 1930; entre agosto de 1931 y enero de 1932 se fueron a la quiebra 1860 bancos.	1929-1933	Bernanke y James (1990), Bordo *et al.* (2001)
	Se fueron a la quiebra 1 400 sociedades de ahorro y préstamos y 1 300 bancos.	1984-1991	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
Uruguay	El Banco Nacional se fue a la quiebra.	1893	Conant (1915)
	La gente se arremolinó en los bancos tratando de redimir sus billetes debido a un decreto del gobierno que reducía la circulación de los mismos.	Septiembre, 1898	Conant (1915)
	El Banco Mercantil se fue a la quiebra. Se registró una oleada de fusiones y bancarrotas a causa de las elevadas tasas de interés real.	Marzo, 1971	Kaminsky y Reinhart (1999)
	Se desató una corrida bancaria generalizada tras la devaluación del peso argentino, con la que llegó a su fin la *tablita* cambiaria en ese país. Las instituciones afectadas representaban 30% de los activos del sistema financiero; los bancos insolventes representaban 20% de los depósitos del sistema financiero.	Marzo, 1981-1984	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	En diciembre de 2001 fue recapitalizado el banco hipotecario del Estado. En los primeros siete meses de 2002 fue retirado 33% de los depósitos del sistema bancario. En 2002 cuatro bancos (con 33% de los activos de la banca) fueron cerrados, y los depósitos a plazo fijo fueron reestructurados y su fecha de vencimiento ampliada.	2002	Caprio y Klingebiel (2003), Jácome (2008)

Venezuela	Se registraron escandalosas quiebras bancarias en 1978, 1981, 1982, 1985 y 1986.	1978-1986	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)
	Hubo corridas en el Banco Latino, el segundo más grande del país; éste cerró finalmente en enero de 1994. Los bancos insolventes sumaban 35% de los depósitos del sistema financiero. En 1994 las autoridades intervinieron 17 de 47 bancos (con 50% de los depósitos), nacionalizaron nueve bancos y cerraron siete más. En 1995 el gobierno intervino otros cinco bancos.	Octubre, 1993-1995	Kaminsky y Reinhart (1999), Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003), Jácome (2008)
Vietnam	Dos de los cuatro grandes bancos comerciales del Estado (con 51% de los créditos de la banca) fueron declarados insolventes; los otros dos tuvieron serios problemas de solvencia. Varias sociedades anónimas pasaron por serios apuros financieros. A finales de 1998 los créditos vencidos del sistema bancario llegaron a 18 por ciento.	1997-¿?	Caprio y Klingebiel (2003)
Yemen	La banca registraba un alto porcentaje de créditos vencidos y una fuerte exposición a divisas extranjeras.	1996-¿?	Caprio y Klingebiel (2003)
Zambia	El Banco Meridiano, con 13% de los activos de los bancos comerciales, dejó de ser solvente.	1995	Caprio y Klingebiel (2003)
Zimbabwe	Dos de los cinco bancos comerciales registraron un alto porcentaje de créditos vencidos.	1995	Bordo *et al.* (2001), Caprio y Klingebiel (2003)

FUENTES NACIONALES

Secretaría de Administración Financiera de Australia
Agencia Federal de Financiamiento de Austria
BNB (Banco Nacional de Bélgica)
Banco Central del Uruguay
Banco Central de la Reserva (El Salvador)
Banco de España
Banco de la República (República Dominicana)
Banco de Portugal
Banco de Canadá
Banco de Indonesia
Banco de Japón
Banco de Mauricio
Banco de Tailandia

Bundesbank (Alemania)
Banco Central de Kenia
Banco Central de Sri Lanka
Banco Central de Túnez
Contraloría General de la República (Colombia)
Banco Nacional de Dinamarca
Departamento del Tesoro (Italia)
Dirección General de la Deuda Pública (México)
Departamento del Tesoro Público de Holanda
Estadísticas Históricas de España: siglos XIX y XX (España)
Cuentas Históricas Nacionales de Finlandia
Estadísticas Históricas de Japón
Estadísticas Históricas de los Estados Unidos
Instituto Brasileño de Geografía y Estadística
Ministerio de Presupuesto y Cuentas Públicas (Francia)
Ministerio de Hacienda (Chile)
Ministerio de Hacienda (Costa Rica)
Ministerio de Finanzas (Ecuador)
Ministerio de Finanzas (Egipto)
Ministerio de Finanzas (Noruega)
Autoridad Monetaria (Singapur)
Cuentas Nacionales de Holanda
Tesoro de Nueva Zelanda
Cuentas Históricas Nacionales de los Países Nórdicos
Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (en el caso de Grecia)
Riksgälden (Oficina de la Deuda Nacional, Suecia)
Banco de la Reserva de Sudáfrica
Tesoro Público (Finlandia)
Resúmenes Estadísticos del Imperio Británico en la India
Estadísticas Canadá
Estadísticas Nueva Zelanda
Treasury Direct (Estados Unidos)
Tesoro Turco
Oficina de Gestión de la Deuda (Reino Unido)

BIBLIOGRAFÍA

Agénor, Pierre-Richard, John McDermott y Eswar Prasad (2000), "Macroeconomic Fluctuations in Developing Countries: Sorne Stylized Facts", *Warld Bank Economic Review*, 14, pp. 251-285.

Aguiar, Mark, y Gita Gopinath (2007), "Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend", *Journal of Political Economy* 115 (1), pp. 69-102.

Alesina, Alberto, y Guido Tabellini (1990), "A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt", *Review of Economic* Studies, 57, pp. 403-414.

Allen, Franklin, y Douglas Gale (2007), *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press, Oxford.

Allen, Robert C. (2001), "The Great Divergence: Wages and Prices from the Middle Ages to the FirstWorld War", *Explorations in Economic History* 38 (4), pp. 411-447.

——— (s. f.), *Consumer Price Indices, Nominal/Real Wages and Welfare Ratios of Building Craftsmen and Labourers, 1260-1913*, Oxford University Press, Oxford, disponible en http://www.iisg.nlfhpw/data.php#europeo.

Allen, Robert C., y Richard W. Unger (2004), *European Commodity Prices, 1260-1914*, Oxford University Press, Oxford, disponible en http://www2.history.ubc.ca/unger.

Arellano, Cristina, y Narayana Kocherlakota (2008), "Internal Debt Crises and Sovereign Defaults", NBER Working Paper 13794, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., febrero.

Baker, Melvin (1994), *The Second Squires Administration and the Loss of Responsible Government, 1928-1934*, disponible en http://www.ucs.mun.ca/-melbaker/1920s.htm.

Banco Mundial (varios años), *Global Development Finance*, Washington.

Bank for International Settlements (2005), *Annual Report*, Basilea.

Baptista, Asdrúbal (2006), *Bases cuantitativas de la economía venezolana, 1830-2005*, Ediciones Fundación Polar, Caracas.

Barro, Robert (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, 82 (6), pp. 1095-1117.

——— (1983), "Inflationary Finance under Discretion and Rules", *Canadian Journal of Economics*, 16 (1), pp. 1-16.

——— (2009), "Rare Disasters, Asset Prices and Welfare Costs", *American Economic*

Review 99 (1), pp. 243-264.

Barro, Robert J., y David B. Gordon (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, 91 (agosto), pp. 589-610.

Barro, Robert, y José E. Ursúa (2008), "Macroeconomic Crises since 1870", NBER Working Paper 13940, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., abril.

——— (2009), "Stock-Market Crashes and Depressions", NBER Working Paper 14760, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., febrero.

Bassino, Jean-Pascal, y Debin Ma (2005), "Japanese Unskilled Wages in International Perspective, 1741-1913", *Research in Economic History*, 23, pp. 229-248.

Bassino, Jean-Pascal, y Pierre van der Eng (2006), "New Benchmark of Wages and GDP, 1913-1970", mimeo, Montpellier University, Montpellier.

Bazant, Jan (1968), *Historia de la deuda exterior de Mexico: 1823-1946*, El Colegio de México, México.

Berg, Andrew, y Catherine Pattillo (1999), "Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative", *Journal of International Money and Finance*, 18, pp. 561-586.

Berg, Andrew, Eduardo Borensztein y Catherine Pattillo (2004), "Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?", International Monetary Fund Working Paper 04/52, FMI, Washington.

Bernanke, Ben S. (1983), "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, 73 (junio), pp. 257-276.

——— (2005), "The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficit", conferencia en la Homer Jones Lecture, San Luis (Misuri), abril, disponible en http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm.

Bernanke, Ben S., y Mark Gertler (1990), "Financial Fragility and Economic Performance", *Quarterly Journal of Economics* 105 (febrero), pp. 87-114.

——— (1995), "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives* 9 (otoño), pp. 27-48.

——— (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", *American Economic Review*, 91 (2), pp. 253-257.

Bernanke, Ben S., y Harold James (1990), "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison", NBER Working Paper 3488, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass, octubre.

Bernanke, Ben S., Mark Gertler, y Simon Gilchrist (1999), "The Financial Accelerator

in a Quantitative Business Cycle Framework", *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1A (ed. de John Taylor y Michael Woodford), North-Holland, Ámsterdam.

Blanchard, Olivier, y John Simon (2001), "The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 135-164.

Bonney, Richard (s. f.), European State Finance Database, disponible en http://www.le.ac.uk/hi/bon/ESFDB/frameset.html.

Bordo, Michael D. (2006), "Sudden Stops, Financial Crises and Original Sin in Emerging Countries: Déja vu?", NBER Working Paper 12393, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass, julio.

Bordo, Michael D., y Barry Eichengreen (1999), "Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone?", en *Capital Flows and the International Financial System*, Reserve Bank of Australia Annual Conference Volume, Sydney.

Bordo, Michael D., y Olivier Jeanne (2002), "Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy", NBER Working Paper 8966, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass, junio.

Bordo, Michael D., y Antu Panini Murshid (2001), "Are Financial Crises Becoming Increasingly More Contagious? What Is the Historical Evidence?", en *International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped* (ed. de Kristin Forbes y Stijn Claessens), Kluwer Academic, Nueva York, pp. 367-406.

Bordo, Michael D., y Barry Eichengreen, Daniela Klingebie y María Soledad Martínez-Peria (2001), "Is the Crisis Problem Growing More Severe?" *Economic Policy*, 16 (abril), pp. 51-82. "

Borensztein, Eduardo, José De Gregorio y Jong-Wha Lee (1998), "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?", *Journal of International Economics*, 45 (1), pp. 115-135.

Borodkin, L. I. (2001), "Inequality of Incomes in the Period of Industrial Revolution: Is Universal Hypothesis about Kuznets's Curve?", *Russian Political Encyclopedia*, Rosspen, Moscú.

Bouchard, Léon (1891), *Systeme financier de l'ancienne monarchie*, Guillaumin, París.

Boughton, James (1991), "Commodity and Manufactures Prices in the Long Run", International Monetary Fund Working Paper 91/47, FMI, Washington, mayo.

Brahmananda, P. R. (2001), *Money, Income and Prices in 19th Century India*, Himalaya, Nueva Delhi.

Braun, Juan, Matías Braun, Ignacio Briones y José Díaz (2000), "Economía chilena 1810-1995: estadísticas historicas", Pontificia Universidad Católica de Chile, Documento de Trabajo 187, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago,

enero.

Brock, Philip (1989), "Reserve Requirements and the Inflation Tax", *Journal of Money, Credit and Banking*, 21 (1), pp. 106-121.

Broner, Fernando, y Jaume Ventura (2007), "Globalization and Risk Sharing", CREI Working Papero Centre de Recerca en Economia Internacional, Barcelona, julio.

Brown, William Adams (1940), *The International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1940*, National Bureau of Economic Research, Nueva York.

Buchanan, James, y Richard Wagner (1977), *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*, Elsevier, Ámsterdam.

Bufman, Gil, y Leonardo Leiderman (1992), "Simulating an Optimizing 412 Model of Currency Substitution", *Revista de Análisis Económico*, 7 (1), pp. 109-124.

Bulow, Jeremy, y Kenneth Rogoff (1988a), "Multilateral Negotiations for Rescheduling Developing Country Debt: A Bargaining-Theoretic Framework", IMF Staff Papers 35 (4), pp. 644-657.

——— (1988b), "The Buyback Boondoggle", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 675-698.

——— (1989a), "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt", *Journal of Political Economy*, 97, pp. 155-178.

——— (1989b), "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?", *American Economic Review*, 79 (marzo), pp. 43-50.

——— (1990), "Cleaning Up Third-World Debt without Getting Taken to the Cleaners", *Journal of Economic Perspectives*, 4 (invierno), pp. 31-42.

——— (2005), "Grants versus Loans for Development Banks", *American Economic Review*, 95 (2), pp. 393-397.

Burns, Arthur F., y Wesley C. Mitchell (1946), *Measuring Business Cycles*. National Bureau of Economic Research Studies in Business Cycles 2, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

Bussiere, Matthieu (2007), "Balance of Payments Crises in Emerging Markets: How 'Early' Were the Early Warning Signals?", European Central Bank Working Paper 713, European Central Bank, Fráncfort, enero.

Bussiere, Matthieu, y Marcel Fratzscher (2006), "Towards a New Early Warning System of Financial Crises", *Journal of International Money and Finance*, 25 (6), pp. 953-973.

Bussiere, Matthieu, y Christian Mulder (2000), "Political Instability and Economic Vulnerability", *International Journal of Finance and Economics*, 5 (4), pp. 309-330.

Butlín, N. G. (1962), *Australian Domestic Product, Investment and Foreign*

Borrowing, 1861-1938/39, Cambridge University Press, Cambridge.

Cagan, Philip (1956), "The Monetary Dynamics of Hyperinflation in Milton Friedman", en *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 25-117.

Calomiris, Charles, y Gary Gorton (1991), "The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation", en *Financial Markets and Financial Crises* (ed. de R. Glenn Hubbard), University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, Chicago.

Calvo, Guillermo (1988), "Servicing the Public Debt: The Role of Expectations", *American Economic Review*, 78 (septiembre), pp. 647-661.

Calvo, Guillermo (1989), "Is lnflation Effective for Liquidating Short-Term Nominal Debt?", International Monetary Fund Working Paper 89/2, FMI, Washington, enero.

——— (1991), "The Perils of Sterilization", IMF Staff Papers 38 (4), pp. 921-926.

——— (1998), "Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, 1 (1), pp. 35-54.

Calvo, Guillermo, y Pablo Guidotti (1992), "Optimal Maturity of Nominal Government Debt An Infinite Horizon Model", *International Economic Review*, 33 (noviembre), pp. 895-919.

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman y Carmen M. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", IMF Staff Papers 40 (1), pp. 108-151.

Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo y Rudy Loo-Kung (2006), "Relative Price Volatility under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects", *Journal of International Economics*, 9 (1), pp. 231-254.

Cameron, Rondo E. (1967), "Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study", en *Comparative Economic History*, Oxford University Press, Nueva York.

Camprubi Alcázar, Carlos (1957), *Historia de los Bancos en el Perú, 1860-1879*, Editorial Lumen, Lima.

Caprio, Gerard Jr., y Daniela Klingebiel (1996), "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?", en *Annual World Bank Conference on Development Economics*, 1996 (ed. de Boris Pleskovic y Joseph Stiglitz), Banco Mundial, Washington, pp. 79-104.

——— (2003), "Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises", mimeo, Banco Mundial, Washington, disponible en http://go.world bank.org/5DYGICS7BO (Dataset 1), enero.

Caprio, Gerard Jr., Daniela Klingebiel, Luc Laeven y Guillermo Noguera (2005), "Banking Crisis Database", en *Systemic Financial Crises* (ed. de Patrick Honohan

y Luc Laeven), Cambridge University Press, Cambridge.

Carlos, Ann, Larry Neal y Kirsten Wandschneider (2005), "The Origin of National Debt: The Financing and Re-Financing of the War of the Spanish Succession", University of Colorado Working Paper, University of Colorado, Boulder.

Carter, Susan B., Scott Gartner, Michael Haines, Alan Olmstead, Richard Sutch y Gavin Wright (eds.) (2006), *Historical Statistics of the United States: Millennial Edition*, Cambridge University Press, Cambridge, disponible en http://bsus.cambridge.org/HSUSWeb/HSUSEntryServlet.

Cerón, José, y Javier Suárez (2006), "Hot and Cold Housing Markets: International Evidence", CEMFI Working Paper 0603, Centro de Estudios Monetarios y Financieros, Madrid, enero.

Cha, Myung Soo, y Nak Nyeon Kim (2006), "Korea's First Industrial Revolution, 1911-40", Naksungdae Institute of Economic Research Working Paper 2006-3, Naksungdae Institute of Economic Research, Seúl, junio.

Cheng, Linsun (2003), *Banking in Modem China: Entrepreneurs, Professional Managers, and the Development of Chinese Banks, 1897-1937*, Cambridge University Press, Cambridge.

Chuhan, Punam, Stijn Claessens y Nlandu Mamingi (1998), "Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors", *Journal of Development Economics* (55), pp. 123-150.

Cipolla, Cario (1982), *The Monetary Policy of Fourteenth Century Florence*, University of California Press, Berkeley.

Clay, C. G. A. (2000), *Gold for the Sultan: Westem Bankers and Ottoman Finance 1856-1881: A Contribution to Ottoman and International Financial History*, 1. B. Tauris, Londres y Nueva York.

Cole, Harold L., y Patrick J. Kehoe (1996), "Reputation Spillover across Relationships: Reviving Reputation Models of Debt", Staff Report 209, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Conant, Charles A. (1915), A *History of Modern Banks of Issue*, 5ª ed., G. P. Putnam's Sons, Nueva York.

Condoide, Mikhail V. (1951), *The Soviet Financial System: Its Development and Relations with the Western World*, Ohio State University, Columbus.

Cooper, Richard (2005), "Living with Global Imbalances: A Contrarian View", Institute for International Economics, Washington.

Correlates of War, Militarized Interstate Disputes Database. http://correlate-sofwar.org/.

Course of the exchange, referido por John Castaing, disponible en http://www.le.ac.uk/hi/bon/ESFDB/NEAL/neal.html.

Cowan, Kevin, Eduardo Levy-Yeyati, Ugo Panizza y Federico Sturzenegger (2006), "Sovereign Debt in the Americas: New Data and Stylized Facts", Working Paper 577, Research Department, Inter-American Development Bank, Washington, disponible en http://www.iadb.org/res/pub_desc.efm?pub_id=DBA-007.

Crisp, Olga (1976), *Studies in the Russian Economy before 1914*, Macmillan, Londres.

Curcuru, Stephanie, Charles Thomas y Frank Warnock (2008), "Current Account Sustainability and Relative Reliability", NBER International Seminar on Macroeconomics 2008, University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, Chicago.

Dellia Paolera, Gerardo, y Alan M. Taylor (1999), "Internal versus External Convertibility and Developing-Country Financial Crises: Lessons from the Argentine Bank Bailqut of the 1930s", NBER Working Paper 7386. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass, octubre.

De Maddalena, Aldo (1974), *Prezzi e Mercedi a Milano dal 1701 al 1860*, Banca Commerciale Italiana, Milán.

Demirgüc-Kunt, Asli, y Enrica Detragiache (1998), "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries", IMF Staff Papers 45, pp. 81-109.

——— (1999), "Financial Liberalization and Financial Fragility", en *Annual World Bank Conference on Development Economics, 1998* (ed. de Boris Pleskovic y Joseph Stiglitz), Banco Mundial, Washington.

Diamond, Douglas, y Philip H. Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, 91 (3), pp. 401-419.

Diamond, Douglas, y Raghuram Rajan (2001), "Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking", *Journal of Political Economy*, 109 (abril), pp. 287-327.

Diamond, Peter A. (1965), "National Debt in a Neoclassical Growth Model", *American Economic Review*, 55 (5), pp. 1126-1150.

Díaz, José B., Rolf Lüders y Gert Wagner (2005), "Chile, 1810-2000. La República en cifras", mimeo, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, mayo.

Díaz-Alejandro, Carlos (1983), "Stories of the 1930s for the 1980s", en *Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries* (ed. de Pedro Aspe Armella, Rudiger Dornbusch y Maurice Obstfeld), University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, Chicago, pp. 5-40.

——— (1984), "Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Anymore", *Brookings Papers in Economic Activity*, 2, pp. 355-389.

——— (1985), "Goodbye Financial Repression, Helio Financial Crash", *Journal of Development Economics*, 19 (1-2), pp. 1-24.

Dick, Trevor, y John E. Floyd (1997), "Capital Imports and the Jacksonian Economy: A New View of the Balance of Payments", trabajo presentado en el Third World Congress of Cliometrics, Múnich, julio.

Dooley, Michael, Eduardo Fernández-Arias y Kenneth Kletzer (1996), "Recent Private Capital Inflows to Developing Countries: Is the Debt Crisis History?", *World Bank Economic Review*, 10 (1), pp. 27-49.

Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2004a), "An Essay on the Revived Bretton Woods System", *International Journal of Finance & Economics*, 9 (4), pp. 307-313.

——— (2004b), "The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries", NBER Working Paper 10332. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., marzo.

Dornbusch, Rudiger, y Stanley Fischer (1993), "Moderate Inflation", *World Bank Economic Review*, 7 (1), pp. 1-44.

Dornbusch, Rudiger, Han Goldfajn y Rodrigo O. Valdés (1995), "Currency Crises and Collapses", *Brookings Papers on Economic Activity* 26 (2), pp. 219-293.

Dornbusch, Rudiger, y Alejandro Werner (1994), "Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth", *Brookings Papers* on *Economic Activity*, 1, pp. 253-315.

Drazen, Allan (1998), 'Towards a Political Economy Theory of Domestic Debt", en *The Debt Burden and 115 Consequences far Monetary Policy* (ed. de G. Calvo y M. King), Macmillan, Londres.

Drees, Burkhard, y Ceyla Pazarbasioglu (1998), "The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization", IMF Occasional Paper 161, FMI, Washington.

Eaton, Jonathan, y Mark Gersovitz (1981), "Debt with Potential Repudiation: Theory and Estimation", *Review of Economic Studies*, 48 (2), pp. 289-309.

Economist Magazine (2002), "The O'Neill Doctrine", editorial, 25 de abril.

Edvinsson, Rodney (2002), *Growth, Accumulation, Crisis: With New Macroeconomic Data for Sweden 1800-2000*, tesis doctoral, Universidad de Estocolmo.

Eichengreen, Barry (1991a), "Historical Research on International Lending and Debt", *Journal of Economic Perspectives*, 5 (primavera), pp. 149-169.

——— (1991b), 'Trends and Cycles in Foreign Lending", en *Capital Flows in the World Economy* (ed. de H. Siebert), Tubinga, pp. 3-28.

——— (1992), *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression* 1919-1939, Oxford University Press, Nueva York.

Eichengreen, Barry, y Peter H. Lindert (eds.) (1989), *The lnternational Debt Crisis in Historical Perspective*, MIT Press, Cambridge.

Eichengreen, Barry, y Kevin O'Rourke (2009), "A Tale of Two Depressions", 4 de junio, disponible en http://www.voxeu.org.

European State Finance Database, disponible en http://www.le.ac.uk/hi/bon/ESFDB/.

Felton, Andrew, y Carmen M. Reinhart (2008), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, VoxEU y Centre for Economic Policy Research, Londres, julio, disponible en http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352.

——— (2009), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century, Part 2: June-December, 2008*, VoxEU y Céntre for Economic Policy Research, Londres, diponible en http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3079.

Ferguson, Niall (2008), *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, Penguin Press, Nueva York.

Fischer, Stanley, Ratna Sahay y Carlos A. Végh (2002), "Modern Hyperand High Inflations", *Journal of Economic Literature*, 40 (3), pp. 837-880.

Fisher, Irving (1933), "Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1 (4), pp. 337-357.

Flandreau, Marc, y Frederic Zumer (2004), *The Making of Global Finance, 1880-1913*, OCDE, París.

Flath, David (2005), *The Japanese Economy*, 2ª ed., Oxford University Press, Oxford.

Fondo Monetario Internacional (2002), "Assessing Sustainability", disponible en http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm.

——— (varios años), *International Financial Statistics*, Washington.

——— (varios años), *World Economic Outlook*, Washington.

Fostel, Ana, y John Geanakoplos (2008),"Leverage Cycles and the Anxious Economy", *American Economic Review*, 98 (4), pp. 1211-1244.

Frankel, Jeffrey A., y Andrew K. Rose (1996),"Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, 41 (noviembre), pp. 351-368.

Frankel, S. Herbert (1938), *Capital Investment in Africa: Its Course and Effects*, Oxford University Press, Londres.

Friedman, Milton, y Anna J. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.

Frydl, Edward J. (1999), "The Length and Cost of Banking Crises", International Monetary Fund Working Paper 99/30, FMI, Washington, marzo.

García Vizcaíno, José (1972), *La deuda pública nacional*, EUDEBA Editorial Universitaria de Buenos Aires, Buenos Aires.

Garner, Richard (2007), "Late Colonial Prices in Selected Latin American Cities",

Working Memorandum, disponible en http://home.comcast.net/richardgamer04/.

——— (s. f.), "Economic History Data Desk: Economic History of Latin America, United States and New World, 1500-1900", disponible en http://home.comcast.net/richardgamer04/.

Gavin, Michael, y Roberto Perotti (1997), "Fiscal Policy in Latin America", *NBER Macroeconomics Annual*, 12, pp. 11-61.

Gayer, Arthur D., W. W. Rostow y Anna J. Schwartz (1953), *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850*, Clarendon, Oxford.

Gelabert, Juan (1999a), "Castile, 1504-1808", en *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (ed. de R. J. Bonney), Oxford University Press, Oxford.

——— (1999b), "The King's Expenses: The Asientos of "Philip III and Philip IV of Spain", en *Crises, Revolutions and Self-Sustained Growth: Essays in European Fiscal History, 1130-1830* (ed. de W. M. Ormrod, M. M. Bonney y R. J. Bonney), Shaun Tyas, Stanford, Inglaterra.

Gerdrup, Karsten R. (2003), "Three Episodes of Financial Fragility in Notway since the 1890s", Bank for Intemational Settlements Working Paper 142, Bank for International Settlements, Basilea, octubre.

Godinho, V. Magalhaes (1955), *Prix et Monnaies au Portugal, 1750-1850*, Librairie Armand Colin, París.

Global Financial Data (s. f.), *Global Financial Data*, disponible en https://www.globalfinancialdata.com/.

Global Price and Income History Group, disponible en http://gpih.ucdavis.edu.

Goldstein, Morris (2003), "Debt Sustainability, Brazil, and the IME", Working Paper WP03-1, Institute for International Economics, Washington.

Goldstein, Morris, y Philip Turner (2004), *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington.

Goldstein, Morris, Graciela L. Kaminsky y Carmen M. Reinhart (2000), *Assessing Financial Vulnerability*, Institute for International Economics, Washington.

Gorton, Gary (1988), "Banking Panics and Business Cycles", *Oxford Economic Papers*, 40, pp. 751-781.

Greenspan, Ahm (2007), *The Age of Turbulence*, Penguin, Londres y Nueva York.

Groningen Growth and Development Centre and the Commerce Department, 2008. Total Economy Database, disponible en http://www.ggdc.net.

Grytten, Ola (2008), "The Economic History of Norway", en *EH.Net Encyclopedia* (ed. de Robert Whaples), disponible en http://eh.net/encyclopedia/article/grytten.norway.

Hale, David (2003), "The Newfoundland Lesson: During the 1930s, Long before the IMF, the British Empire Coped with a Debt Crisis in a Small Country. This Is a Tale of the Choice between Debt and Democracy. It Shouldn't Be Forgotten", *International Economy* (verano), disponible en http://www.entrepreneur.com/tradejournals/article/l06423908.html.

Hamilton, Earl (1969), *War and Prices in Spain, 1651-1800*, Russell and Russell, Nueva York.

Hausmann, Ricardo, y Federico Sturzenegger (2007), "The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations and Its Implications for Global Imbalances", *Economic Policy*, 51, pp. 469-518.

Hoffman, P. T., D. S. Jacks, P. Levin y P. H. Undere (2002), "Real Inequality in Europe since 1500", *Journal of Economic History*, 62 (2), pp. 381-413.

Hoggarth, Glenn, Patricia Jackson y Erlend Nier (2005), "Banking Crises and the Design of Safety Nets", *Journal of Banking & Finance*, 29 (1), pp. 143-159.

Homer, Sidney, y Richard Sylla (1991), *A History of Interest Rates*, Rutgers University Press, New Brunswick (N.J.) y Londres.

Hsu, Leonard Shih-Lien (1935), *Silver and Prices in China: Report of the Committee for the Study of Silver Values and Commodity Prices*, Commercial Press, Shanghai.

Huang, Feng-Hua (1919), *Public Debts in China*, MAS, Nueva York.

Imlah, A. H. (1958), *Economic Elements in the Pax Britannica*, MIT Press., Cambridge.

Institutional Investor (varios años), *Institutional Investor*.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estadistica (2007), *Estadisticas Historicas de Brazil*, Instituto Brasileiro de Geografia e Estadistica, Rio de Janeiro.

Instituto Nacional de Estatistica (Portuguese Statistical Agency) (1998), *Estadisticas Historicas Portuguesas*, INE, Lisboa.

International Institute of Social History, (s.f.), disponible en http://www.iisg.nl/.

Jácome, Luis (2008), "Central Bank Involvement in Banking Crises in Latin America", International Monetary Fund Working Paper 08/135, FMI, Washington, mayo.

Jayachandran, Seema, y Michael Kremer (2006), "Odious Debt", *American Economic Review*, 96 (marzo), pp. 82-92.

Jeanne, Olivier (2009), "Debt Maturity and the International Financial Architecture", *American Economic Review*.

Jeanne, Olivier, y Anastasia Guscina (2006), "Government Debt in Emerging Market Countries: A New Dataset", Intemational Monetary Fund Working Paper 6/98, FMI, Washington (abril).

Johnson, H. Clark (1998), *Gold, France, and the Great Depression: 1919-1935*. Yale University Press, New Haven.

Jonung, L., y T. Hagberg (2002), "How Costly Was the Crisis?", *Työväen Akatemia*, Kauniainen, septiembre.

Jun, S. H., y J. B. Lewis (2002), "Labour Cost, Land Prices, Land Rent, and Interest Rates in the Southern Region of Korea, 1690-1909", Working Memorandum, Academy of Korean Studies, Seúl, disponible en http://www.iisg.nlfhpwfkorea.php.

Kaminsky, Graciela L., y Carmen M. Reinhart (1999), "The Twin Crises:' The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, 89 (3), pp. 473-500.

Kaminsky, Graciela L., J. Saul Lizond y Carmen M. Reinhart (1998), "Leading Indicators of Currency Crisis", IMF Staff Papers 45 (1), pp. 1-48.

Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart y Carlos A. Végh (2003), "The Unholy Trinity of Financial Contagion", *Journal of Economic Perspectives*, 17 (4), pp. 51-74.

——— (2004), "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Policies", en *NBER Macroeconomics Annual 2004* (ed. de Mark Gertler y Kenneth S. Rogoff), MIT Press, Cambridge, Mass, pp. 11-53.

Kimura, M. (1987), "La revolución de los precios en la Cuenca del Pacífico, 1600-1650", mimeo, Universidad Nacional Autónoma de México, México.

Kindleberger, Charles P. (1989), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Basie Books, Nueva York.

Kiyotaki, Nobuhiro, y John Moore (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economics*, 105, pp. 211-248.

Kohlscheen, Emanuel (2007), "Why Are There Serial Defaulters? Evidence from Constitutions", *Journal of Law and Economics*, 50 (noviembre), pp. 713-729.

Korthals Altes, W. L. (1996), *Van L. Hollands tot Nederlandse f*. Neha, Ámsterdam.

Kostelenos, George, S. Petmezas, D. Vasileiou, E. Kounaris y M. Sfakianakis (2007), "Gross Domestic Product, 1830-1939", en *Sources of Economic History of Modern Greece*, Central Bank of Greece, Atenas.

Kotlikoff, Lawrence J., Torsten Persson y Lars E. O. Svensson (1988), "Social Conrracts as Assets: A Possible Solution to the Tlme-Consistency Problem", *American Economic Review*, 7, pp. 662-677.

Krugman, Paul (2007), "Will There Be a Dallar Crisis?", *Economic Policy*, 51 (julio), pp. 437-467.

Kryzanowski, Lawrence, y Gordon S. Roberts (1999), "Perspectives on Canadian Bank Insolvency during the 1930s", *Journal of Money, Credit & Banking*, 31 (1),

pp. 130-136.

Landes, David S. (1958), *Bankers and Pashas: International Finance and Economic Imperialism in Egypt*, Harvard University Press, Cambridge.

Lazarerou, Sophia (2005), "The Drachma, Foreign Creditors, and the International Monetary System: Tales of a Currency during the 19th and the Early 20th Centuries", *Explorations in Economic History*, 42 (2), pp. 202-236.

Levandis, John Alexander (1944), *The Greek Foreign Debt and the Great Powers, 1821-1898*, Columbia University Press, Nueva York.

Liga de las Naciones (1944), *International Currency Experience: Lessons of the Interwar Periodo*, Ginebra.

——— (varios años), *Statistical Abstract*, Ginebra.

——— (varios años), *Statistical Yearbook (1926-1944)*, Ginebra.

——— (varios años), *World Economic Surve (1926-1944)*, Ginebra.

Lindert, Peter H., y Boris Mironov (s. f.), "Ag-Content of the Ruble", disponible en http://gpih.ucdavis.edu/.

———, y Peter J. Morton (1989), "How Sovereign Debt Has Worked", en *Developing Country Debt and Economic Performance*, vol. 1 (ed. de Jeffrey Sachs), University of Chicago Press, Chicago, pp. 39-106.

Lu, Feng, y Kaixiang Peng (2006), "A Research on China's Long Term Rice Prices: 1644-2000", *Frontiers of Economics in China*, 1 (4), pp. 465-520.

MacDonald, James (2006), *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*, Farrar, Straus, and Giroux, Nueva York.

Maddison, Angus (2004), *Historical Statistics for me World Economy: 1-2003* AD, OCDE, París, disponible en http://www.ggdc.net/maddison/.

Malanima, Paolo (s. f.), *Wheat Prices in Tuscany, 1260-1860*, disponible en http://www.iisg.nl/.

Mamalakis, Markos (1983), *Historical Statistics of Chile*, Greenwood, Westport, Conn.

Manasse, Paolo, y Nouriel Roubini (2005), '"Rules of Thumb' for Sovereign Debt Crises", IMF Working Paper 05/42, Internacional Monetary Fund, Washington.

Marichal, Carlos (1989), *A Century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820-1930*, Princeton University Press, Princeton.

Mauro, Paolo, Nathan Sussman y Yishay Yafeh (2006), *Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870-1913 and Today*, Oxford University Press, Londres.

McConnell, Margaret, y Gabriel Pérez-Quiros (2000), "Output Fluctuations in the United States: What Has Changed since the Early 1980's?", *American Economic Review*, 90 (5), pp. 1464-1476.

McElderry, Andrea Lee (1976), *Shanghai Old-Sryle Banks, 1800-1935: A Traditional Institution in a Changing Sociery*, Center for Chinese Studies, University of Michigan, Ann Arbor.

McGrattan, Ellen, y Edward Prescott (2007), "Technology Capital and the US. Current Accounts", Working Paper 646, Federal Reserve Bank of Minneapolis, junio.

Mellegers, Joost (2006), "Public Finance of Indonesia, 1817-1940", Working Memorandum, Indonesian Economic Development, Intemational Institute of Social History, Ámsterdam.

Mendoza, Enrique G., y Marco Terrones (2008), "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from the Macro Aggregates and Micro Data", NBER Working Paper 14049, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass, mayo.

Miller, Margaret S. (1926), *The Economic Development of Russia, 1905-1914*, P. S. King and Son, Londres.

Mitchell, Brian R. (2003a), *International Historical Statistics: Africa, Asia, and Oceania, 1750-2000*, Palgrave Macmillan, Londres.

——— (2003b), *International Historical Statistics, The Americas, 1750-2000*, Palgrave Macmillan, Londres.

Mizoguchi, Toshiyuki, y Maraji Umemura (1988), *Basic Economic Statistics of Former Japanese Colonies, 1895-1938: Estimares and Findings*, Toyo Keizai Shinposha, Tokio.

Moody's Investor Service (2000), "Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-1999", *Moody's Investor Service Global Credit Research*, comentario especial, enero.

Morris, Stephen, y Hyun Song Shin (1998), "Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks", *American Economic Review*, 88 (junio), pp. 587-597.

Nakamura, Leonard I., y Carlos E. J. M. Zarazaga (2001), "Banking and Finance in Argentina in the Period 1900-35", Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper 01-7, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Filadelfia, junio.

Neal, Larry, y Marc Weidenmier (2003), "Crises in the Global Economy from Tulips to Today: Contagion and Consequences", en *Globalization in Historical Perspective* (ed. de Michael Bordo, Alan M. Taylor y Jeffrey Williamson), University of Chicago Press, Chicago, pp. 473-514.

Neely, Christopher (1995), "The Prontability of U. S. Intervention in the Foreign Exchange Markets", *Journal of International Money and Finance*, 14, pp. 823-844.

Noel, Maurer (2002), *The Power and the Money The Mexican Financial System, 1876-1932*, Stanford University Press, Stanford.

Norges Bank (2004), "The Norwegian Banking Crisis" (ed. de Thorvald G. Moe, Jon A. Solheim y Bent Vale), Occasional Paper 33, Norges Bank, Oslo.

North, Douglas, y Barry Weingast (1988), "Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth Century England", en *Empirical Studies in Institutional Change* (ed. de L. Alston, P. Eggertsson y D. North), Cambridge University Press, Cambridge.

Nurkse, Ragnar (1946), *The Course and Control of Inflation: A Revue of Monetary Experience in Europe after World War I*, Liga de las Naciones, Ginebra.

Obstfeld, Maurice (1994), "The Logic of Currency Crises", *Cahiers Economiques et Monetaires*, 43, pp. 189-213.

——— (1996), "Models of Currency Crises with Self-Sustaining Features", *European Economic Review*, 40 (abril), pp. 1037-1048.

Obstfeld, Maurice, y Kenneth S. Rogoff (1996), *Foundations of Internacional Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge.

——— (2001), "Perspectives on OECD Capital Market Integration: Implications for US Current Account Adjustment", en *Global Economic Integracion: Opportunicies and Challenges*, Federal Reserve Bank of Kansas City, marzo, pp. 169-208.

——— (2005), "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 67-146.

——— (2007), "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", en *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustmem* (ed. de Richard Clarida), University of Chicago Press, Chicago.

——— (2009), "The US Current Account and the Global Financial Crisis", anteproyecto de un ensayo preparado para las Ohlin Lectures in International Economics, Harvard University.

Obstfeld, Maurice, y Alan Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Japan-U.S. Center Sanwa Monographs on International Financial Markets, Cambridge University Press, Cambridge.

Oksendal, Lars (2007), "Re-Examining Norwegian Monetary Policy in the 1930s", manuscrito, Department of Economics, Norwegian School of Economics and Business Administration, Bergen.

Organización de la Naciones Unidas, Department of Economic Affairs (1948), *Public Debt, 1914-1946*, ONU, Nueva York.

——— (1949), *International Capital Movements during the Inter-War Periodo*, ONU, Nueva York.

——— (1954), *The International Flow of Private Capital, 1946-1952*, ONU, Nueva York.

——— (varios años), *Statistical Yearbook, 1948-1984*, ONU, Nueva York.

Oxford Latin American Economic History Database, disponible en http://oxlad.qeh.ox.ac.uk/.php.

Ozmucur, Suleyman, y Sevket Pamuk (2002), "Real Wages and Standards of Living in the Ottoman Empire, 1489-1914", *Journal of Economic History* 62 (junio), pp. 292-321.

Page, William (1919), *Commerce and Industry: Tables of Statistics for the British Empire from 1815*, Constable, Londres.

Pamuk, Sevket (2005), "Prices and Wages in Istanbul, 1469-1914", Working Memorandum, International Institute of Social History, Ámsterdam.

Persson, Torsten, y Guido Tabellini (1990), *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*, Routledge, Londres.

Philippon, Thomas (2007), "Why Has the U. S. Financial Sector Grown So Much? The Role of Corporate Finance", NBER Working Paper 13405, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass, septiembre.

Pick, Franz (varios años), 1955-1982, *Pick's Currency Yearbook*, Pick, Nueva York.

Prasad, Eswar, Kenneth S. Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Kose (2003), "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", IMF Occasional Paper 220, Washington.

Purcell, John F. H., y Jeffrey A. Kaufman (1993), *The Risks of Sovereign Lending: Lessons from History*, Salomon Brothers, Nueva York.

Qian, Rong, y Carmen M. Reinhart (2009), "Graduation from Crises and Volatility: Elusive Goals", Working mimeograph, University of Maryland, College Park.

Quinn, Stephen (2004), "Accounting for the Early British Funded Debt, 1693-1786", Working paper Mimeograph, Texas Christian University.

Rajan, Raghuram, Enrica Detragiache y Giovanni Dell'Ariccia (2008), "The Real Effect of Banking Crises", *Journal of Financial Intermediation*, 17, pp. 89-112.

Reinhart, Carmen M. (2002), "Default, Currency Crises, and Sovereign Credit Ratings", *World Bank Economic Review*, 16 (2), pp. 151-170.

Reinhart, Carmen M., y Vincent R. Reinhart (2008), "Is the U. S. Too Big to Fail?", VoxEU, 17 de noviembre, disponible en http://www.voxeu.com/index.php?q=node/2568.

——— (2009), "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present", en *NBER International Seminar in Macroeconomics 2008* (ed. de Jeffrey Frankel y Francesco Giavazzi), Chicago University Press for the National Bureau of

Economic Research, Chicago, pp. 1-54.

Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff (2002a), "FDI to Africa: The Role of Price Stability and Currency Instability", en *Annual World Bank Conference on Development Economics 2002: The New Reform Agenda* (ed. de Boris Pleskovic y Nicholas Stern), Banco Mundial/Oxford University Press, Washington, pp. 247-282.

Reinhart, Carmen M. (2002b), "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", NBER Working Paper 8963. National Bureau of Economic, Research, Cambridge, Mass., mayo.

——— (2004), "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *Quarterly Journal of Economics*, 119 (1), pp. 1-48.

——— (2008a), This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises", NBER Working Paper 13882, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., marzo.

Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff (2008b), "Is the 2007 U. S. Sub-prime Crisis So Different? An International Historical Comparison", *American Economic Review*, 98 (2), pp. 339-344.

——— (2008c), "The Forgotten History of Domestic Debt", NBER Working Paper 13946, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., abril.

——— (2008d), "Regulation Should Be International", *Financial Times*, 18 de noviembre.

——— (2009), "The Aftermath af Financial Crisis", *American Economic Review*, 99 (2), pp. 1-10.

Reinhart, Carmen M., y Miguel A. Savastano (2003), "The Realities of Modern Hyperinflation", *Finance and Development*, junio, pp. 20-23.

Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano (2003a), "Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activiry*, 1 (primavera), pp. 1-74.

——— (2003b), "Addicted to Dollars", NBER Working Paper 10015, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., octubre.

Rogoff, Kenneth (1999), "Institutions for Reducing Global Financial Instability", *Journal of Economic Perspectives*, 13 (otoño), pp. 21-42.

Rolnick, Arthur J (2004), "Interview with Ben S. Bernanke", *Region Magazine* (Minneapolis Federal Reserve), junio, disponible en http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=3326.

Roubini, Nouriel, y Brad Setser (2004), "The United States as a Debtor Nation: The Sustainability of the US External Imbalances", anteproyecto New York University, Nueva York, noviembre.

Sachs, Jeffrey (1984), *Theoretical Issues in International Borrowing*, Princeton

Studies in International Finance 54, Princeton University, Princeton.

Samuelson, Paul (1966), "Science and Stocks", *Newsweek*, 19 de septiembre.

Sanhueza, Gonzalo (2001), "Chilean Banking Crisis of the 1980s: Solutions and Estimation of the Costs", Central Bank of Chile Working Paper 104, Central Bank of Chile, Santiago.

Sargent, Thomas J. (1982), "The Ends of Four Big Hyperinflations", en *Inflation: Causes and Effects* (ed. de Robert J. Hall), University of Chicago Press, Chicago.

Sargent, Thomas, y Francois Yelde (2003), *The Big Problem wich Small Change*, Princeton University Press, Princeton.

Scutt, G. P. Symes (1904), *The History of the Bank of Bengal*, Bank of Bengal Press, Bengala

Shergold, Peter (1987), "Prices and Consumption", en *Auscralian Historical Scatistics*, Fairfax, Syme and Weldon, Sydney.

Shiller, Robert (2005), *Irrational Exuberance*, 2ª ed., Princeton University Press, Princeton.

Shin, Inseok, y Joon-Ho Hahm (1998), "The Korean Crisis: Causes and Resolution", Korea Development Institute Working Papero, preparado por el Korea Development Institute-East-West Center Conference on the Korean Crisis: Causes and Resolution, Hawai, agosto.

Shleifer, Andrei, y Robert W. Yishny (1991), "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach", *Journal of Finance*, 47 (4), pp. 1343-1366.

Sinclair, David (2004), *The Land That Never Was: Sir Gregor MacGregor and the Most Audacious Fraud in History*, Headline, Londres.

Söderberg, Johan (2004), "Prices in Stockholm: 1539-1620", Working Memorandum, International Institute of Social History, Ámsterdam.

Soley Güell, Tomas (1926), *Historia Monetaria de Costa Rica*, Imprenta Nacional, San José.

Standard and Poor's Commentary (varios números).

Summerhill, William (2006), "Political Economics of the Domestic Debt in Nineteenth-Century Brazil", Working Memorandum, University of California, Los Ángeles.

Sundararajan, Yasudevan, y Tomás Baliño (1991), *Banking Crises*: *Cases and Issues*, FMI Washington.

Suter, Christian (1992), *Debt Cycles in the World-Economy: Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Seulements, 1820-1990*, Westview, Boulder.

Sutton, Gregory D. (2002), "Explaining Changes in House Prices", BIS *Quarterly Review* (septiembre), pp. 46-55.

Tabellini, Guido (1991), "The Politics of intergenerational Redistribution", *Journal of Political Economy*, 99 (abril), pp. 335-357.

Teichova, Alice, Ginette Kurgan-van Hentenryk y Dieter Ziegler (eds.) (1997), *Banking, Trade and Industry: Europe, America and Asia from the Thirteenth to the Twentieth Century*, Cambridge University Press, Cambridge.

Temin, Peter (2008), "The German Crisis of 1931: Evidence and Tradition", *Cliometrica: Journal of Historical Economics and Econometric History*, 2 (1.), pp. 5-17.

't Hart, Marjolein, Joost Jonker, y Jan Luiten van Zanden (1997), *A Financial History of the Netherlands*, Cambridge University Press, Cambridge.

Tomz, Michael (2007), *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries*, Princeton University Press, Princeton.

Total Economy Database, disponible en http://www.eonferenee-board.org/economics/database.cfm.

Triner, Gail (2000), *Banking and Economic Development: Brazil, 1889-1930*, Palgrave Macmillan, Nueva York.

Vale, Bent (2004), cap. I de "The Norwegian Banking Crisis" (ed. de Thorvald G. Moe, Jon A. Solheim y Bent Vale, Occasional Paper 33, Norges Bank, Oslo.

Vanplew, W. (1987), *Australia: Historical* Statistics, Fairfax, Syme and Weldon, Sydney.

Van Riel, Arthur (2009), "Constructing the Nineteeth-Century Cost of Living Deflator (1800-1913)", Working Memorandum, International Institute of Social History, Ámsterdam.

Van Zanden, Jan Luiten (2002), "Wages and the Cost of Living in Southern England (London), 1450-1700", Working Memorandum. International Institute of Social History, Ámsterdam.

——— (2005), "What Happenned to the Standard of Living before the Industrial Revolution? New Evidence from the Western Part of the Netherlands", en *Living Standards in the Past: New Perspectives* on *Well-Being in Asia* and *Europe* (ed. de Robert Allen, Tommy Bengtsson y Martin Oribe), Oxford University Press, Nueva York.

——— (2006), "Economic Growth in Java, 1815-1930: The Reconstruction of the Historical National Accounts of a Colonial Economy", Working Memorandum, International Institute of Social History, Ámsterdam.

Végh, Carlos A. (1992), "Stopping High Inflation: An Analytical Overview", IMF Staff Papers 91 (l07), pp. 626-695.

Velasco, Andrés (1996), "Fixed Exchange Rates: Credibility, Flexibility and

Multiplicity", *European Economic Review*, 40 (abril), pp. 1023-1036.

Vogler, R. (2001), "The Genesis of Swiss Banking Secrecy: Political and Economic Environment", *Financial History Review*, 8 (1), pp. 73-84.

Wallis, John, y Barry R. Weingast (1988), "Dysfunctional or Optimal Institutions: State Debt Limitations, the Structure of State and Local Governments, and the Finance of American Infrastructure", en *Fiscal Challenges: An Interdisciplinary Approach to Budget Policy* (ed. de Elizabeth Garrett, Elizabeth Graddy y Howell Jackson), Cambridge University Press, Cambridge, pp. 331-363.

Wall Street Journal (varios números).

Wang, Yeh-chien (1992), "Secular Trends of Rice Prices in the Yangze Delta, 1638-1935", en *Chinese History in Economic Perspeetive* (ed. de Thomas G. Rawski y Ullian M. U.), University of California Press, Berkeley.

Weingast, Barry (1997), "The Political Foundations of Democracy and the Rule of Law", *American Political Science Review*, 91 (2), pp. 245-263.

Williamson, Jeffrey G. (1999), "Real Wages, Inequality, and Globalization in Latin America before 1940", *Revista de Historia Economica*, 17, pp. 101-142.

——— (2000a), "Factor Prices around the Mediterranean, 1500-1940", en *The Mediterranean Response to Globalization before 1950* (ed. de S. Pamuk y J. G. Williamson), Routledge, Londres, pp. 45-75.

Williamson, Jeffrey G. (2000b), "Globalization, Factor Prices and Living Standards in Asia before 1940", en *Asia Pacific Dynamism, 1500-2000* (ed. de A. J. H. Latham y H. Kawakatsu), Routledge, Londres, pp. 13-45.

Williamson, John (2002), "Is Brazil Next?", International Economics Policy Briefs PB 02-7, Institute for International Economics, Washington.

Willis, Parker H., y B. H. Beckhart (eds.) (1929), *Foreign Banking Systems*, Henry Holt, Nueva York.

Winkler, Max (1928), *Investments of United States Capital in Latin America*, World Peace Foundation, Cambridge Mass.

——— (1933), *Foreign Bonds: An Autopsy*, Roland Sway, Filadelfia.

Wolf, Martin (2008), *Fixing Global Finance*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.

Woodford, Michael (1995), "Price-Level Deterrninacy without Control of a Monetary Aggregate", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 43, pp. 1-46.

Wynne, William H. (1951), *State Insolvency and Foreign Bondholders: Selected Case Histories of GovernmentaL Foreign Bond Defaults and Debt Read-jusements*, vol. II, Oxford University Press, Londres.

Young, Arthur Nichols (1971), *China's Natian-Building Effort, 1927-1937: The*

Financial and Economic Record, Stanford University Press, Stanford.

Yousef, Tarik M. (2002), "Egypt's Growth Performance under Economic Liberalism: A Reassessment with New GDP Estimates, 1886-1945", *Review of Income and Wealth*, 48, pp. 561-579.

ÍNDICE DE NOMBRES*

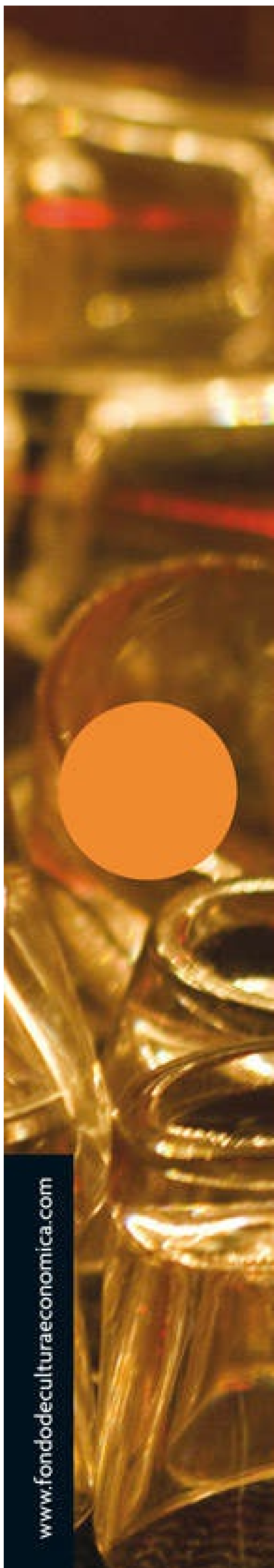
* Los folios de las entradas ubicadas en cuadros tienen el sufijo *c*; en recuadros, *r*; en las fuentes, *f*; en notas, *n*, y cuando la referencia es al texto, no se pone sufijo alguno.

ÍNDICE ANALÍTICO*

* Los folios de las entradas ubicadas en cuadros tienen el sufijo *c*; en recuadros, *r*; en gráficas *g*; en las fuentes, *f*; en notas, *n*, y cuando la referencia es al texto, no se pone sufijo alguno.

ÍNDICE GENERAL

Apéndices



Sin importar cuán distinta pueda parecer una crisis de otra, históricamente es demostrable que cualquier debacle financiera (estatal, bancaria, empresarial o individual) siempre será ocasionada por la excesiva acumulación de deuda en un momento de aparente crecimiento de la actividad económica.

A pesar de las experiencias vividas en todo el mundo desde la aparición de los mercados monetarios y financieros, los patrones que irremediablemente conducen a las crisis se reproducen una, otra y otra vez, bajo la creencia de que la situación está controlada, se ha aprendido de los errores del pasado, o que "esta vez es distinto" porque ahora somos más inteligentes y estamos mejor preparados.

Con el fin de detectar los acontecimientos previos a una crisis, los economistas Reinhart y Rogoff exploran y analizan diversos indicadores económicos generados durante los últimos 800 años en 66 países repartidos en los cinco continentes. La lección histórica puede ser aprovechada para abandonar de una buena vez la necedad que tantos costos económicos ha traído a nuestras sociedades.

Carmen M. Reinhart (La Habana, Cuba, 1955) es directora de la especialización en política económica internacional del Departamento de Economía de la Universidad de Maryland, donde también es profesora asociada a la Escuela de Asuntos Públicos. Fue catedrática del Instituto de Desarrollo Internacional de la Universidad de Harvard, así como del Instituto del Fondo Monetario Internacional.

Kenneth S. Rogoff (Nueva York, 1953) es doctor en economía por el Massachusetts Institute of Technology y catedrático de políticas públicas en la Universidad de Harvard. De 2001 a 2004 fue economista en jefe y director de investigación en el Fondo Monetario Internacional.

Índice